揭开世界财富的神秘面纱　　还原货币发展的历史真实
重现金融战争的操作手法　探讨当前经济的热点问题

著名经济学家**巴曙松**推荐本书！

财富战争

WEALTH WAR

通货膨胀、股市动荡、人民币升值、美国次贷危机，
怎样才能使我们的财富不被掠夺？

程碧波◎著

经典
通俗金融知识
读本

那些鼓吹**美元即将崩溃**，或者美国经济即将崩溃的论点，需要我们加倍警惕。与其说这些论点是在**鼓吹打倒金融霸权**，倒不如说这些论点在为美元贬值鸣锣开道。

中国纺织出版社

揭开世界财富的神秘面纱　　还原货币发展的历史真实
重现金融战争的操作手法　探讨当前经济的热点问题

著名经济学家巴曙松推荐本书！

财富战争

WEALTH WAR

通货膨胀、股市动荡、人民币升值、美国次贷危机，
怎样才能使我们的财富不被掠夺？

程碧波◎著

经典
通俗金融知识
读本

内 容 提 要

本书把货币金融运行的原理与货币经济的历史事实、历次货币大战的操作手法和结果演变融为一体，把国际金融和国内金融的运作原理和图像完整地展现在读者面前，使读者能感同身受地与当时的货币决策者一起，判断各种策略的全局性后果。

作者从历史、现实和未来，从中国到世界，对美联储是私人的吗？次级债券是怎么回事？私人银行如何发行钞票？债券、基金和票据能取代基础货币吗？黄金是否能卷土重来？谁决定钞票发行：银行还是政府？中国巨额外汇怎么办？为什么通货膨胀与人民币升值交织在一起？应对美元体系、欧元体系，是否应该建立亚洲货币新秩序？等问题在本书都有清晰的说明。

不管读者懂不懂经济，读过本书后都犹如俯视经济沙盘一样，对当前的经济运行情况豁然开朗。

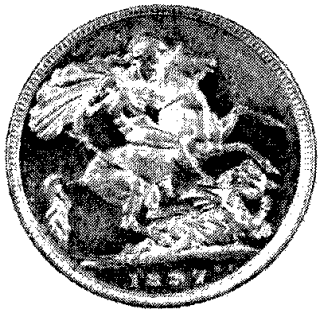
图书在版编目（CIP）数据

财富战争／程碧波著. —北京：中国纺织出版社，2008.6
ISBN 978-7-5064-4923-6
Ⅰ.财… Ⅱ.程… Ⅲ.金融—经济史—世界 Ⅳ.F831.9
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 044186 号

策划编辑：向连英　　特约编辑：冯晓玲　　责任印制：陈　涛

中国纺织出版社出版发行
地址：北京东直门南大街 6 号　邮政编码：100027
邮购电话：010—64168110　传真：010—64168231
http://www.c-textilep.com
E-mail:faxing@c-textilep.com
北京云浩印刷有限责任公司印刷　各地新华书店经销
2008 年 6 月第 1 版第 1 次印刷
开本：710×1000　1/16　印张：19.5
字数：260 千字　定价：32.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社市场营销部调换



前言

“不管懂不懂经济，看了都会豁然开朗。”

这句话很直白，不过它却是不知名的网友在网络上给我2003年一篇匿名文章起的标题。写那篇匿名文章的一个原因，是另一个网友在清华BBS上问我：“你为什么不把你的思想写得简单易懂，让大家都知道呢?”

他的建议让我心动。

2003年以前，中国经济学术界比今天还要故步自封。他们的主要理念是：经济跟武大郎做烧饼没有什么区别，饼做大了才有吃的，饼吃多了就做不了饼了；钱再多也不能当饼吃，所以钱是没有用的。

形象地说，他们用了很多复杂的数学工具和模型来干这些事情：使用集合论来论证面粉如何揉成饼，使用拓扑学来计算饼的形状，使用动态优化来计算分饼的过程，使用随机过程来计算如何在饼分不均匀的情况下让人们承认自己的饼其实价值蛮不错的……最后，他们把钞票包在饼上，经过复杂的数学计算，宣布说钞票并没有增加饼的营养，因此钞票是中性的……

假如深入学习过经济学，就应该能一眼看出上面的故事在指哪些主干理论。和这些人争论是一件很累的事情，一分钟就可以说清楚的问题，他们会在无关问题上和你纠缠几年。

幸或是不幸，在中国理论学者走向世界受到热烈欢迎后，中国企业跟着走向世界就遭到了美国、欧洲等国家的行政司法封杀。无情的事实，不知道学术界面对公众是否心虚。

新思想之所以被接受，永远不是因为说服了旧思想而得到承认，而是因为掌控旧思想的人已经死去。不过等着别人死还要很长时间，不如让学术走向大众，走向不曾掌控任何思想的大众。

网友的建议使我有了2003年这篇刻意为网络而写的货币经济分析匿名文

章。全文不在这里说了，文章最后说：

“中国经济要正常运转，必须削掉这道悬河。加强对垄断利润的税收，加强打击资金外逃，实行财产登记制度，增设遗产税。加大教育投入，加大社保医疗等公共福利设施投入。切实保障工人权利，提高我国劳动力素质，不要老是以廉价劳动力为荣。把外向型经济转为内向型经济。以上措施，可以相当于中央银行紧缩银根给投资造成的影响一样，但是却可以刺激投资的积极性和增加消费，削去悬河，因此与仅仅紧缩银根不可同日而语。对于目前的外汇储备，除了保留必需的用来稳定市场的部分外，应当用以购买战略资源或者技术，通过这种方式把美元抛出去，以绝国际社会之话柄，并同时让外汇切切实实地用来建设中国，而非像守财奴一般抱着外汇压箱底。要是中国以后被迫抛出美元之时，是通过吸纳人民币来抛出美元，中国央行还自以为是执行外汇调控政策，则中国数十年之积累，转眼便灰飞烟灭，一场空矣。一句话，解决外汇困境，攘外必先安内。”

这篇文章随后迅速被各处转载，恐怕也是今天货币讨论热的发源之一。

不过，在随后纷纷扰扰的货币讨论热中，却极少有理性的声音存在。一些人否认货币问题对中国经济的威胁，否认国家之间的生存与霸权之战；另一些人又把政治经济的一切都归结于货币掠夺，甚至不惜以扭曲、臆测和编造经济故事，来达到耸人听闻的目的。第一种人使人忽略货币问题可能存在的威胁，第二种人则使人在最初的震撼后，怀疑其立论的可信性，最终反而对货币威胁论持反感态度。

由此，应中国纺织出版社之邀，我觉得有必要将中国当前的货币问题，从历史、现实和未来，从中国到世界，从原理到应用，做一个全方位的展示，并力图用“不管懂不懂经济，看了都豁然开朗”的标准写出来，也发出自己的声音。

中国的货币争论，主要指向以下基本事实：中国巨额的外汇储备、高外贸依存度、飞快的经济增长速度、热钱的大量涌进、人民币通货膨胀与升值压力的相互正 反馈、货币总量与国民经济的比值不断扩大、社保教育资金缺口难以弥补等。

以上这些现象，有的是因为数值巨大而骇人，有的是因为出现了经典经济学难以解释的矛盾。不论是骇人还是矛盾，其扑面而来的威胁，足以使每个人都隐隐感到不安。

中国究竟实力如何？货币运行的原理是什么？中国将能采取什么样的措施来应对隐藏在暗处的威胁？中国要恢复回金本位吗？

这些问题，我们难以从教科书上得到答案。因为在教科书上，货币往往被一笔略过。它们告诉我们，货币是中性的，换句话说，货币的调控，即使在短期内会对经济施加影响，但长期内，所有货币调控的影响都将消失。这其中，有将货币作为一般商品来计算效用最大化的货币效用理论；有货币必须滞后一个生产周期，不能瞬时调动的货币先行理论等。都因为其与现实相差太远，而无法给大家正确的答案。甚至，它们不仅无法给出正确答案，相反，却因为主张货币对经济不起作用，而麻痹了我们对货币的警觉。

而在各种报道及类野史的经济小说中，货币阴谋被不断揭露，人们仿佛被一个自己从来没有见过也想象不到的暗夜世界所包围。

我们不是阴谋论者，但国际市场也决非福利院。国际资本的嗜血性，决定了像中国这样的发展中国家，由于金融实践经验的不足和体制的缺陷，其经济发展成果更容易为国际资本掠夺。

国虽大，好战必亡；

天下虽安，忘战必危。

以货币向他国发起攻击，并不是当代才发生的事。最早可以追溯周朝。《管子·轻重丁第八十三》中记载："莱国擅长染色工艺，紫色的绢在莱国的价钱一纯只值一销金子，紫青色的丝绦也是一纯值一镒金子。而在周地则价值十斤黄金。莱国商人知道后，很快把紫绢收购一空。周国却拿出票据作为抵押，从莱国商人手里把紫绢收购起来，莱国商人只握有等于货币的票据。这是莱国自己失掉了收集起来的紫绢，而只得到周地的空头票据。"这恐怕也是有史以来最早的金汇兑本位制下信用货币的扩张了。而商业战争就更不用说，商汤就是通过向夏朝发起商业战，以颠覆夏朝。

中世纪以后，欧洲商业解禁，诸国战乱频繁，货币战更是此起彼伏。殖民

地的开拓、西班牙、葡萄牙的衰退、英国的崛起、中国的衰落、美国的独立，无不与货币战联系密切。在这段历史中，黄金和白银反复被赋予货币地位，又反复被剥夺货币地位，而每一轮赋予和剥夺，又都伴随着国际强权的势力变更。可以说，世界的货币史，就是世界战争史的一个浓缩。

第二次世界大战以后，国际货币体系也从来没有稳定过。货币争霸之战无时无刻不在上演。货币战争某种意义上取代了军事战争的地位。日本广场协议、拉美金融危机、欧美金融危机、亚洲金融危机、俄罗斯金融危机等接踵而至。国际金融势力每次发起的货币狙击，都摧枯拉朽，如入无人之境。由金融危机导致的总损失，已经远远超出了第二次世界大战的损失。

实物经济与货币经济是相辅相成的。纯粹依赖货币金融的经济，乃是无根之水；但纯粹依赖实物生产的经济，也难逃为他人作嫁衣之命运。当前，货币金融理论远远落后于现实世界，中国货币金融人才严重匮乏。在中国高速发展之际，如何保有自己的发展成果不被掠夺，乃是迫在眉睫的问题。

本书把货币金融运行的原理与货币经济的历史事实、历次货币大战的操作手法和结果演变融为一体，把国际金融和国内金融的运作原理和图像完整地展现在读者面前，使读者能感同身受与当时的货币决策者一起，判断各种策略的正确性和后果，具有相当的实践价值。读完此书后，美联储为谁所有之类的疑惑，就是非常简单的问题了。

程碧波

目录

第一部分　巨变前夕 / 1

引子 / 3

第 1 章　令人困惑的中国经济 / 4

第 2 章　进退维谷 / 8

第 1 节　提高人民币汇率 / 8

第 2 节　让人民币汇率市场化 / 8

第 3 节　人民币汇率低估了 40% / 9

第 4 节　为什么通货膨胀人民币反而升值 / 10

第二部分　货币的秘密 / 11

第 1 章　老掉牙的故事 / 13

第 1 节　货币与汇率 / 13

第 2 节　为什么要有本位货币 / 14

第 3 节　货币的历史分权：足值与不足值 / 16

第 4 节　良币与劣币：谁驱逐谁 / 20

第 2 章　被扭曲的历史：中国与欧洲 / 23

第 1 节　欧洲重农轻商的传统 / 23

第 2 节　古中国的商业与国计文明 / 24

第 3 节　十字军东征与欧洲崛起 / 30

第 3 章　指向新大陆：有缺陷的货币 / 36

第 1 节　谁让哥伦布起航 / 36

第 2 节　本位货币的扩张 / 38

第 3 节　债券、基金和票据能取代本位货币吗 / 40
第 4 节　撞开黄金之门 / 44
第 4 章　中国与幸运擦肩而过 / 48
第 1 节　谁让郑和抛锚 / 48
第 2 节　中国古典货币制度：让历史告诉未来 / 49
第 5 章　从私人信用货币到中央银行 / 55
第 1 节　私人信用货币时代 / 55
第 2 节　为什么私人信用货币不稳定 / 59
第 3 节　从金本位到美联储 / 61
第 4 节　美联储是私人的吗 / 67
第 5 节　政府可以发钞票吗 / 72
第 6 节　美联储是独立行使货币职能吗 / 74
第 6 章　商业银行货币扩张的全新认识 / 76
第 1 节　失业货币、独立货币与信贷对冲 / 76
第 2 节　储蓄越多准备金比率越高吗 / 78
第 3 节　货币过剩：资金紧张与潜在通货膨胀的孪生怪胎 / 79
第 7 章　宏观货币流动图 / 82
第 1 节　大规模并行的串联过程：实物流与货币流 / 82
第 2 节　是储蓄大于投资导致中国经济扭曲吗 / 85
第 3 节　外汇收入与钞票印刷 / 87
第 4 节　索罗斯为何推崇信贷周期：
失去意义的货币流通速度 / 88
第 5 节　净出口趋零的高外贸依存度经济 / 91
第三部分　金融武器 / 95
第 1 章　治世还是乱世：原生资产及其衍生品 / 97
第 1 节　原生资产及其衍生品 / 97
第 2 节　四两拨千斤：衍生品的保证金 / 98

第 2 章　螺蛳壳里的金融理论 / 100

第 1 节　时空互换的金融隧道：风险收益率 / 100

第 2 节　风险干涉 / 102

第 3 节　致命错误 1：混淆实物与货币的资产定价 / 103

第 4 节　均衡风险收益率的组合和替换 / 106

第 5 节　致命错误 2：衍生品定价的风险中性 / 108

第 6 节　真正的微观资产及其衍生品定价 / 111

第 7 节　现实操作：有限对冲与风险分离 / 112

第 8 节　脱掉对冲基金的外衣 / 113

第 3 章　宏观的颠覆：走向现实 / 115

第 1 节　数学包装下的金融占星术 / 115

第 2 节　资产贴现的真实面目：价值重组 / 119

第 3 节　虚拟经济的总价值 / 122

第 4 节　虚拟经济的货币扩张 / 124

第 4 章　货币的控制与反控制 / 125

第 1 节　远期价格 / 125

第 2 节　利率期限结构：远期收益率 / 127

第 3 节　致命错误 3：不可贸易部门的汇率 / 129

第 4 节　致命错误 4：利率平价 / 131

第 5 节　衍生品指标：利率平价差 / 133

第 6 节　利率影响下的次稳态汇率偏移 / 134

第 7 节　隔山打牛：汇率套利 / 137

第 8 节　汇率变化的主动与被动 / 138

第四部分　宏观无衡价，操之平天下 / 139

第 1 章　国家储备 / 141

第 2 章　国际贸易的利益衡量 / 143

第 1 节　谁能从比较优势中获益 / 143

第2节　技术密集是劳动密集，资本密集是劳动节约/ 145
第3节　国内外的贸易利益衡量/ 146
第4节　外资投资与外债利益衡量/ 148
第5节　内债和外债利益衡量/ 149
第3章　赋税对产业的影响/ 150
第1节　赋税、地租与囤积/ 150
第2节　赋税征收与产业发展/ 151

第五部分　改变历史的货币战争之一
货币天然不是金银：强者为王/ 155

第1章　中国梦魇：信用货币时代败于白银时代/ 157
第2章　白银时代VS黄金时代：中国衰落和欧洲崛起/ 165
第3章　骑在金本位上的世界货币：英镑/ 170
第4章　一战英国再废金本位/ 173
第5章　笑里藏刀：英美金本位与世界央行之争/ 179
第6章　易反易覆：美国再废金本位/ 184
第7章　戴镣铐的准世界货币：特别提款权/ 186

第六部分　改变历史的货币战争之二
现代货币战争/ 189
第1章　美日之战：广场协议/ 191
第1节　诱敌深入：日美布子/ 191
第2节　沐猴而冠：负责任大国的诱饵/ 193
第3节　声东击西：逆差障眼术/ 194
第4节　暗度陈仓：浮华背后/ 195
第5节　将计就计：日本反噬/ 198
第6节　釜底抽薪：日本后院起火/ 200
第2章　美欧之战：谁是王者/ 203
第1节　一揽子货币本位/ 203

第 2 节　双中心汇率的命门 / 204
第 3 节　单一货币本位 / 205
第 4 节　欧洲中央银行分权体系 / 207
第 5 节　欧洲中央银行体系的命门 / 210
第 6 节　合纵连横：没有永远的朋友 / 211
第 3 章　拉美沉陷：沦为后院 / 222
第 1 节　民族独立 / 222
第 2 节　引狼入室 / 224
第 3 节　芝加哥 boy：第五纵队 / 229
第 4 节　被割开的血管 / 234
第 4 章　美亚之战：其血玄黄 / 237
第 1 节　借尸还魂：危机再现 / 237
第 2 节　扣动扳机：美国穆迪评级 / 241
第 3 节　十面埋伏：汇、股、币立体战争 / 241
第 4 节　绵里藏针：新台避战 / 244
第 5 节　货币局制度 / 246
第 6 节　瞒天过海：直逼中国本土 / 250
第 7 节　战龙在野：中国破釜一搏 / 253

第七部分　中国：决战未来 / 261

第 1 章　战略布局 / 263
第 1 节　准进不准出 / 264
第 2 节　主权基金输出 / 264
第 3 节　打压房地产 / 266
第 4 节　健全社保扶持实业 / 266
第 5 节　可控通货膨胀与人民币缓慢升值并存 / 267
第 6 节　推迟衍生品开放 / 268
第 7 节　外资引进原则：压强敌扶弱友 / 269

第 8 节　让欧洲知道真正的敌人 / 269

第 2 章　战略决战 / 272

第 1 节　以退为进 / 272

第 2 节　群雄逐鹿 / 273

第八部分　亚洲货币新秩序 / 275

第 1 章　人民币之锚：小稳大动 / 277

第 2 章　加速亚洲经济交融 / 279

第 3 章　创建亚洲货币基金组织 / 280

第 4 章　被打入冷宫的黄金 / 283

第 5 章　三国鼎立 / 284

第九部分　用谁的教科书 / 285

第 1 章　西方经济学在说什么 / 287

第 1 节　经济诸理论的渊源 / 287

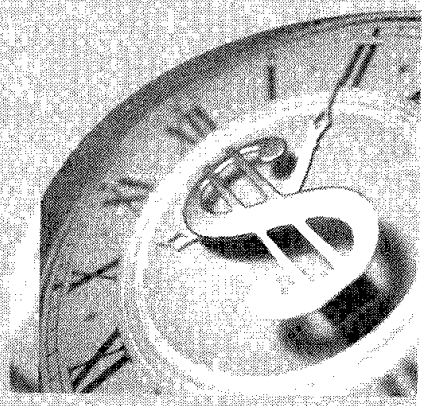
第 2 节　西方经济学：鲁滨逊的漂流 / 289

第 2 章　西方特色与中国特色：西方经济学是否全盘通吃 / 295

第 3 章　汉家本有国计：中国的“文艺复兴” / 297

后记 / 299

第一部分



巨变前夕

导读：

山雨欲来风满楼。人民币汇率被低估了40%？为什么通货膨胀人民币反而升值？与大家密切相关的当前的一些国内经济热点和焦点问题，都会在这里一一现身，很多从经济学角度来看是相互矛盾的经济现象在我国也出现了，令人困惑的中国经济该何去何从？在历史与希望之间沉吟，各种思潮涌动。中国经济进退维谷。

引子

桓公曰："轻重有数乎?"管子对曰："轻重无数，物发而应之，闻声而乘之。故为国不能来天下之财，致天下之民，则国不可成。"桓公曰："何谓来天下之财?"管子对曰："昔者桀之时，女乐三万人，晨噪于端门，乐闻于三衢，是无不服文绣衣裳者。伊尹以薄之游女工文绣篡组，一纯得粟百钟于桀之国。夫桀之国者，天子之国也，桀无天下忧，饰妇女钟鼓之乐，故伊尹得其粟而夺之流。此之谓来天下之财。"

桓公曰："桀使汤得为是，其故何也?"管子曰："女华者，桀之所爱也，汤事之以千金；曲逆者，桀之所善也，汤事之以千金。内则有女华之阴，外则有曲逆之阳，阴阳之议合，而得成其天子。此汤之阴谋也。"❶

译文：

桓公说："掌握轻重之策有定数么?"管仲回答说："掌握轻重之策没有定数。物资一动，措施就要跟上；听到消息，就要及时利用。所以，建设国家而不能吸引天下的财富，招引天下的人民，则无以立国。"桓公说："何谓吸引天下的财富?"管仲回答说："从前夏桀时，女乐有三万人，端门的歌声，清晨的音乐，大路上都能听到；她们无不穿着华丽的衣服。伊尹便叫薄地无事可做的妇女，织出各种华美的彩色丝绸。一匹织物可以从夏桀那里换来百钟粮食。桀的国家是天子之国，但他不肯为天下大事忧劳，只追求女乐享乐，所以伊尹便取得了他的粮食并操纵了他的商品流通。这就叫做吸引天下的财富。"

桓公问管仲："夏桀何以导致商汤达到这种目的呢?"管仲说："女华，是桀所宠爱的妃子，汤用千金去贿赂她；曲逆，是桀所亲近的大臣，汤也用千金去贿赂他。内部有女华的暗中相助，外则有曲逆公开相助，暗地与公开计议相配合，而汤得成其为天子。这是商场的机密策略。"

---

❶《管子·轻重甲篇》，见 P19

第1章 令人困惑的中国经济

现象一

中国的外汇储备越来越多。2003年中国的外汇储备为4032.51亿美元，2004年为6099亿美元，2005年为8188.72亿美元，2006年为10700亿美元。上升速度很快，且绝对数量大。2007年中国对外贸易顺差达到2600亿美元，外汇储备达到13000亿美元。

13000亿美元是什么概念?

2007年9月末，中国基础货币总量为88000亿元。这就是说，中国国内的货币量几乎完全由国外货币供给，而且还绰绰有余——中国央行几乎失去了货币供给的功能，货币调控的能力被大大削弱。

2007年12月，美国的狭义货币（M_1）总量为13610亿美元，如果折合成基础货币，则数量更少。这就是说，中国的外汇储备总量已经远远超出了美国国内的货币供给总量。

现象二

2006年的外贸顺差虽占外汇储备的49%，但据权威人士透露，这个数字剔除了“热钱”（Hot Money，又称逃避资本，是充斥在世界上，无特定用途的流动资金。它是为追求高额投资收益，在国际金融市场上迅速流动的短期投机性资金。）因素后实际只占外汇储备增量的17.8%。这意味着中国的外汇储备中，获取投机投资收益的资金占很大比例。

现象三

从总量来看，中国经济保持高速增长。从1992年起，中国经济的年增长速度始终不低于7%，一般都在9%左右。这样的经济增长速度在世界上也是少有的。

现象四

中国经济的外贸依存度迅速上升。例如，1999年为34%左右，2003年为

60.05%，2006 年则达到了 80%。

现象五

中国国内消费购买力持续不足。市场物价从 1995 年开始下跌，之后每年的消费资金缺口都在万亿元附近动荡。例如，1997 年缺口为 12248.27 亿元，2003 年为 8824.92 亿元。这样大的缺口，事实上就是由出口来弥补的。2003 年开始物价上扬，一直到 2007 年，首次出现消费品价格的大幅上升。

消费资金相对购买力不足，资本资金相对购买力过剩。例如，2001 年中国消费资金缺口占总资金缺口的比例约为 28.3%，而从道理上讲，当年消费资金占总资金的比例应为 21.6%，这说明相对短缺的是消费资金。反之，资本资金则相对过剩。同样，2002 年、2003 年也是一样的情景。

现象六

资本资金持续不足。资本资金虽然相对过剩，但是由于消费和资本部类不能匹配，因此国内用于经济投资的资金绝对量仍然紧缺。一方面是国内的资本资金被大量储蓄闲置，而真正需要投资的主体却无法有效获得资金；另一方面，巨大的资本资金缺口实际上被国外资金所弥补。例如，2002 年中国资本资金缺口达到 14585.02 亿元。

现象七

大量实物资本闲置。中国历年来的闲置实物资本数量巨大。2000 年达到 13219.47 亿元，2001 年为 14890.59 亿元，2002 年、2003 年较少，分别为 2504.564 亿元和 5903.083 亿元。

固定资产折旧占 GDP 的比例逐年上升。1992 年，固定资产折旧占 GDP 的比例为 12.8%左右，2003 年这一比例达到 15.8%，提高了 3 个百分点。而此时美国的固定资产折旧占 GDP 比例则保持在 11%~12%。

现象八

本土使用的资本品（资本品指资本的实物形态，而非货币形态）中，大量为外国资本品，本土资本品份额减少。国内资本使用增长的速度 1992 年快速增长，达到 21.7%；以后继续增长，1994 年达到最高，为 40%左右。之后逐渐下降，到 1999 年降到 8%左右，2001 年、2002 年降到了最低点，在 2%左右。

2003 年国内资本使用增长速度虽然有所提高，为 7.7%，但是与当年的经济增长率 13.3%相比，仍然差得很远。

现象九

中国的货币总量越来越大。中国的货币总量以超过经济名义增长速度的速度增长，从 1995 年的 6.07505 万亿元增长到 2007 年的 40.34 万亿元。

现象十

人们普遍认为人民币汇率过低。

Frankel❶(2004)经过计算，认为 1990 年和 2000 年人民币低估水平分别为 34%和 36%。Chang(2006)❷经过计算近一步认为人民币近四年来的低估程度在 25%~36%之间。北京大学经济研究中心卢锋❸论证，2005 年前人民币实际汇率被低估了 20%~40%。

清华大学特聘教授、高盛投资公司首席经济学家胡祖六则指出：人民币升值应当一步到位。

根据以上数据及操作方式，意味着人民币相对美元应当一次升值 40%左右。

人民币即使不按照胡祖六的“一步到位”法升值而实行缓慢升值，最终升值幅度也要在 40%上下。

现象十一

中国通货膨胀加剧。

假使以上数据正确，人民币汇率被低估了将近 40%，而我们又因为种种原因不愿意调高汇率，那么后果会是什么呢？后果必然是中国产品的国内价格上扬 40%——否则中美顺差将继续扩大。换句话说，中国出口美国的产品，其价格必须上扬 40%左右，才能与美国同类产品价格平齐，呈现平等竞

---

❶ Frankel, Jeffrey, 2004, “On the Renminbi: the choice between adjustment under a fixed exchangerate and adjustment under a flexible rate”, written for a High-level Seminar on Foreign Exchange System, Dalian, China, Available on line.

❷ Chang, Gene H., 2006, “Estimation of the Undervaluation of the Chinese Currency by a Non-linear Model”, ssrn paper online.

❸卢锋,《解读人民币实际汇率之谜（1978~2005）——人民币实际汇率长期走势研究之五》，北京大学中国经济研究中心《中文讨论稿》，No. C2006012

争态势。

这就是说，如果不调整人民币汇率，则未来几年内，中国将出现通货膨胀。

美联邦储备委员会前主席格林斯潘 2003 年 6 月就反复指出：人民币汇率低估将“引发通货膨胀压力上升和中国经济总体过热”的危险，并“提高中国物价成本，最终抵消汇率过低带来的价格优势”。

2006~2007 年出现的多年来首次以消费物价指数上涨为标志的通货膨胀，似乎印证了这一判断。

第2章 进退维谷

第1节 提高人民币汇率

既然人民币币值被低估，那么按照众多经济学者所建议的，将人民币汇率调高40%就是了。

但情况并不是这么简单。中国货币总量与GDP的比值，在1990年仅为0.82，到1994年已经超过1，而2006年骤然上升到1.65的高水平，这说明我国广义货币（M2）的增速已经明显超过GDP的增速。2006年末美国GDP总值为12.9万亿美元，M2为7.1万亿美元，M2/GDP的值为0.55。中国的GDP相当于美国的20.2%，而货币存量却相当于美国的60.6%。也就是说，如果换算成同等的经济规模，中国的货币存量已经是美国的3倍。而一段时期以来，中国M2的年均增长率约为21.5%，而欧盟同期的年均增长率仅为6%～7%。

特别是中国这些货币的相当比例控制在外资之手。人民币升值40%以后，原来以1美元兑8元人民币进入中国的外资就成了1美元兑5.7元人民币，一进一出，将赚取40%的利润。中国巨额的货币总量如果被国际炒家调动起来兑换美元，则中国的外汇储备将很快被耗光，出现金融危机。

第2节 让人民币汇率市场化

在汇率市场化下，一个最基本的原理是：假如大量美元被换成人民币进入中国，则市场中的人民币汇率上升。如果人民币过于升值，则用更多的美元来换更少的人民币显然是不合算的，因此这种兑换将随着人民币升值而减少，直到最后国际资金的单向流通停止。假如大量人民币被换成美元流出中国，则市

场中的人民币汇率贬值。如果人民币过于贬值，则用更多的人民币来换更少的美元，显然也是不划算的，因此这种兑换也将随着人民币的贬值而减少，直到最后国际资金的单向流动停止。危机将被遏制。

如果金融投机者们没有创造出一个又一个的金融及其衍生品，以上想法或许颇有价值。但是当金融及其衍生品被发明出来后，以上想法就过于简单了。

以历次金融危机的发展过程来看，在人民币币值被高估的情况下，投机者们会使用金融品大量签订在未来以确定价格卖出人民币买进美元的期货或者期权合约，同时大量借人民币抛向市场购买美元，从而压低人民币汇率。由于人民币币值被高估，中国央行即使耗尽了自己的外汇储备也没有能力挽救人民币的贬值。而即使人民币汇率贬值到荒唐的地步，投机者们仍旧毫不在乎，因为这些人民币本来就不是他们自己的。然后他们在合适的时期将被过于压低的人民币购买过来，一方面归还当初借别人的人民币，另一方面将低价买过来的人民币通过执行期货或者期权强迫交易的另一方按照合约既定价格购买，从而赚取巨额的市场差价。在这个过程中，出现直接巨额亏损的是与投机者签订期货或者期权的另一方，以及在人民币汇率大幅下跌中的进口者和外债背负者。由此扰乱整个经济秩序，受害者更是不计其数。

这仅仅是最简单的投机金融品组合。如果把股市、房市等整个宏观经济的联动因素考虑进来，问题就更复杂了。

理论上，只要一个国家的任何经济要素出现被投机者操纵且被预期的波动，投机者通过金融及其衍生品，都可以获得巨额套利，从而损害这个国家的利益。

这也是国家的宏观经济政策及指标要稳健，不能波动过大的原因之一。

第3节　人民币汇率低估了40%

如果人民币汇率真的低估了40%，那就意味着中国的出口产品可以提价40%。那么，出口商为什么不在汇率低估的情况下通过提高出口价格来弥补呢?

事实上，这个40%的数据是通过巴萨－萨缪尔森模型计算得出的，其实它

计算的是中国不可贸易部门价格应该膨胀的幅度，而在模型中却假定可贸易部门汇率没有任何低估的情况，这是符合一价定律的。这等于假定中国进出口商品的人民币汇率没有低估也没有高估。

巴萨－萨缪尔森模型的具体问题在本书中会阐述，这里先提出一个悖论：既然中国出口的商品人民币汇率没有低估，那么将人民币升值40%会有什么后果呢?

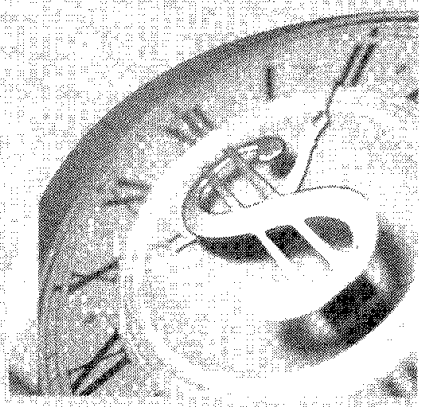
第4节　为什么通货膨胀人民币反而升值

中国现在通货不断膨胀，按照购买力平价理论，在通货膨胀情况下，本币应该贬值。但是中国在通货膨胀下却出现了人民币不断升值的压力。中国为抑制通货膨胀而提高人民币存贷款利率，但越提高利率，越吸引国外资金涌进以兑换人民币，人民币升值压力越大，同时资金的涌进，增大通货膨胀压力，降低实际利率，然后继续增加加息压力。

而且，纵观货币史，即使某货币币值已经高估，通货膨胀也会推动此货币继续升值，完全与购买力平价相反。为什么？如何办？

第二部分

货币的秘密



导读：

不是哗众取宠，而是要看清楚世界前进的每一个脚步。从一个老掉牙的故事出发，带领大家进行一趟从原始部落一直到当代波澜壮阔的货币金融历史之旅，犹如从高山上潺潺的溪流，经过江河、湖泊，走向浩瀚的大海。什么是货币？为什么会产生货币？良币与劣币究竟谁驱逐谁？你知道哥伦布新大陆的发现是欧洲货币的扩张吗？欧洲的货币为什么是足值货币，而中国的货币又为什么是不足值货币？回头审视中国历史命运的变迁，其实它早就在世界金融体系的汪洋大海中沉浮。

第1章　老掉牙的故事

第1节　货币与汇率

什么是币？币是用于现在或未来市场做交换的价值符号。

货币，就是以货为币。纸币，就是以纸为币。电子货币，就是以电子信息记录为币。

足值货币，指货币面值与制造成本之差，为正常商业利润的货币；不足值货币，指货币面值与制造成本之差，为高额垄断利润的货币。

货币历史，是从足值货币向不足值货币进化的过程。

有这样一个老掉牙的故事：

在人类社会初期，有两个部落。炎帝部落占据了丰美的果树林，因而拥有大量果子；黄帝部落占据了丰腴的草原，因而拥有大量的野味。

炎帝自己消费一部分果子，黄帝自己消费一部分野味。然后炎帝用自己剩余的部分果子来交换黄帝剩余的部分野味。这样，虽然炎帝只生产果子，黄帝只生产野味，但通过交换，他们最后都能既享受果子，又享受野味。

这是一个简单的故事，但是里面的内容却不简单。

这里，果子和野味之交换乃是实物之交换，不需要作为中介的货币。这是原始的实物经济。

如果我们把果子和野味看成是炎帝和黄帝用来交换食物的货币，假设3个果子换1只野兔，我们有以下分析：

果子的直接汇率是3。因为对于果子来说，它直接是本币基准。本币衡量1只野兔的价值为3。

果子的间接汇率是1/3。因为对于果子来说，野兔是外币基准。外币衡量1

个果子的价值为1/3。

同理，野兔的直接汇率是1/3，间接汇率是3。

显然，某货币的间接汇率升高，此货币升值；直接汇率升高，此货币贬值。两种汇率表达的含义正好是倒数关系。由于间接汇率与币值变化方向相同，所以一般所谈汇率都是间接汇率。

如果因为某种原因导致4个苹果才能换1只野兔，我们就说野兔汇率升高为4，野兔升值了；与此对应的是苹果汇率下跌到为1/4。

同时，野兔和果子本身又是两个部落的货物，是用来消费的。因此，货币的性质便包含两个内容：一个是用来使用的货物的性质，一个是用来作为标价的币的性质。

第2节 为什么要有本位货币

现在，我们把问题推广一些：

如果果子中还分为桃子、李子、梨子、柑橘等多种水果，而野味中也分为兔子、野猪、山鸡等多种野味，并且炎帝部落也常去打些野味回来，黄帝部落也常去采些果子回来。尤其是如果现在还出现了蚩尤部落、匈奴部落……这样，人类社会就形成了多主体、多产品共存的复杂经济体系。

经典经济理论说，在多产品的实物交换下，如果缺乏货币，交换就很难进行。因为拥有桃子的一方想换回山鸡时，拥有山鸡的一方可能并不想要桃子，这样双方就难以交换。而若有货币作为中介，那么拥有桃子的一方可以卖出桃子获得货币，然后用货币去购买山鸡；拥有山鸡的一方可以卖出山鸡获得货币，然后用货币去购买鞋子。

这的确是货币产生的一个因素，但并不完全是。

因为，在这个多主体多产品的经济体系中，若把所有实物本身视为货币的话，则不需要额外的交换媒介就可以完成多主体多产品情况下的交换。例如，拥有桃币的炎帝可以和拥有鸡币的黄帝签订协议，按照市场汇率将桃币交换成鸡币，这样炎帝就得到了鸡；而黄帝虽然没有得到鞋，但是他可以再用桃币去

交换鞋币。这样，以实物本身作为货币来做物物交换就完成了。在这个过程中，任何交换的双方并不非得正好能提供对方想要的产品才能交换。

所以，货币产生的本质原因并不仅仅是交易双方的搜寻困难。

将所有实物视为货币，不使用交换媒介而进行交换的情况下，存在的问题主要有四个：

其一，实物货币的存储运输成本极高。如上例，黄帝得到的桃币既容易腐烂又笨重，若能直接交换到鞋子，黄帝显然不乐意用桃币作为交换鞋子的中介。

其二，桃、鸡、鞋等都是不同的物品，你不能说一只鞋加两只鸡等于什么东西。各种实物货币同时存在时，没有办法衡量实物组合的价值大小——总不可能把实物的清单全列上来表示财富价值吧？唯一的办法是，通过汇率换算，将鸡、鞋等所有物品的价值都用桃子来计算，例如，一只鸡值多少桃子、一双鞋值多少桃子……这样，就可以说一只鸡加一双鞋共值多少桃子。

这里的桃子，就是本位货币（所谓本位货币，就是作为某国商品计价单位的货币）。

本位货币在交换和价值衡量上凌驾于其他所有实物。鸡价值多少，不是以能交换多少鞋来衡量，而是以能交换多少桃子来衡量的。因此便有大量的本位货币不再被消费，而独立执行交换、储蓄、支付等功能。也因此，市场对本位货币的需求也就大量增加。

本位货币存在的意义就在于给出一个价值评判的标准，以使商品的价值评价和交换得以进行。本位货币缺乏，经济体系的商品交换就没有办法正常进行。即使信息和金融品高度发达，以至于商品交换的搜寻成本为零，本位货币的作用也不会受到任何影响。

这就是多主体多产品经济体系条件下必定要出现本位货币的根本原因。本位货币自然而然地执行交换媒介职能。而这种交换职能的规模与实物经济的规模和结构要适应。本位货币过多，物价趋向膨胀；本位货币过少，物价趋于萎缩。出现这两种情况的任何一种经济都不能稳定增长。

其三，桃子作为本位货币显然是不适当的。本位货币要求其供应随着经济

发展稳定增长，容易分割以供小额支付，要求体积不大、重量不重。而桃子不能存储，体积太大，重量也不轻，还不能分割。此外，它的数量供应也很不稳定，会随着季节和栽种面积的变化而有很大变化。

其四，本位货币本身就是价值尺度。其他任何商品，其价格只有与本位货币保持固定比价，才可能作为本位货币使用。否则此商品就不能取得与本位货币的同等地位，不能成为价值标尺，不能作为本位货币使用。

因此，某一商品能否起到本位货币一样的作用，取决于它的价格能否与本位货币保持固定比价。

第3节　货币的历史分权：足值与不足值

前文提到的那个原始的实物交换故事，我们假定它发生在了亚洲，但同样的故事在古老的欧洲、中东也发生过。根据现代科学考证，原始人类都发源于非洲。我们假定这个考证正确。之后这些部落开始向广袤的地域迁移。其中一支向北穿过北非到达欧洲，而另一支则沿着太平洋岛屿向东，一直走到黄河流域。前者创造了辉煌灿烂的古希腊古罗马文明，而后者则创造了至今仍在闪耀光芒的中华文明。

于是，货币的演化也因此分成了两个不同的方向。

不清楚是欧洲的社会基础导致了其经济形态，还是其经济形态导致了其社会基础。总之，欧洲一直处于四分五裂的状态。中国历史上保持两千多年、强盛稳定的周朝、汉朝、唐朝、宋朝、明朝、清朝，对欧洲人来说简直就是个奢望。能保持数百年一统江山的大国，在欧洲只有罗马帝国、奥斯曼帝国做到了，而那也是典型的军国武治，例如公元前47年古埃及被罗马帝国占领，罗马大帝恺撒凯旋罗马时，展示了他们从埃及掠夺的2822个金冠，每个金冠重8公斤，共计22.58吨；还展示了白银1815吨。他们一旦停止扩张掠夺，缺少外界财富来源，帝国的分裂就不可避免。亚历山大帝国、查理曼帝国，都随着用武力征服别国的首领的去世而烟消云散。

有一个关于欧洲文明和中华文明的比较：欧洲文明是扩张性文明，一旦

停止扩张就无法生存下去。中华文明是封闭型文明，不扩张也能保持几百年的稳定。

更有人把这种说法提高了一步：欧洲文明是雄性文明，具有主动性和扩张性；中华文明是雌性文明，具备被动性和内敛性。

其实，这一切，即使不是全部，至少也有相当多的原因应归结于各自的货币理论和实践的发展。

欧洲在罗马帝国灭亡以前就是封建领主制国家。被汉武帝驱逐的匈奴，经过了几百年的流浪，突然出现在了欧罗巴平原上。匈奴强大的武力把日耳曼蛮族从丛林中驱赶出来，并迫使其成为罗马帝国的附庸。匈奴给了罗马帝国一个沉重的打击，如果不是当时的基督教皇出城劝说匈奴首领阿拉提退兵，罗马帝国可能要早灭亡一百多年。不过从那以后，罗马帝国已经奄奄一息，直到公元476年，归附的日耳曼蛮族给了西罗马帝国最后一击，熊熊大火把天使之城罗马及其文明烧成一片废墟。欧洲文明之火一夜之间陡然熄灭。

欧洲进入了没有文明照耀的中世纪。自那以后，欧洲再也没有统一过。直到公元8~9世纪，欧洲主要国家如法国、德国都还没有成型，只有法兰克、萨克森等部落漫无目的地穿梭在荒凉的丛林中。

欧洲经历了漫长的封建诸侯时代。

有人说，欧洲从奴隶社会过渡到封建社会，然后很快过渡到资本主义社会；而中国经历了几千年的封建社会，因此中国的封建社会时间最长，发展最为成熟，这种说法是不对的。

“封建时代”的概念是在将中国历史与西方历史比较中提出来的。1899 年，梁启超在《清议报》第 17 册（6 月 8 日）和第 26 册（9 月 5 日）上刊出了一篇名为“论中国与欧洲国体异同”的文章。梁启超认为，中国与欧洲国体的相同点在于，它们都依次经历了家族时代、酋长时代和封建时代这样三个时代，其间中国周代国体与欧洲希腊国体的相同点最多，即同为封建时代与贵族政治、列国分立。此时政府(即贵族）的权力甚重，过于国君，就像欧洲的所谓“少数共和政体”或“寡人政体”，尤其接近于古希腊的斯巴达。又由于作为此社会中之一部分的贵族与平民甚相亲，所以也可以视这一贵族政治时代为民权稍伸时代。

“封建”一词的英文是 feudal，指的是西欧中世纪的一种社会形态——王国中由国王分封贵族，公、侯、伯、子、男等爵位贵族都有自己的采邑，国王也有自己的采邑，贵族的领地由他们自己管理，他们有自己的亲兵卫队，自己发饷，领主世袭等。此所谓西欧资本主义革命前的封建社会。

但在中国，这样的制度到了战国末期就崩溃了，虽然以后也出现过皇帝分封有功的大将、亲王等，例如，秦末的刘邦和项羽起兵，就是以取消秦帝国、恢复封建诸侯为号召的。作为封建贵族出身的项羽，在占领秦宫、逼退刘邦、分封天下诸侯之后，竟然没有想到自己做皇帝，而是甘于退回故土，做一个封建诸侯霸主。史书上说项羽贪恋故土，想向故人炫耀。其实项羽出身封建贵族，他所接受的封建诸侯思想才是其没有自己称帝而去恢复封建体制的原因。从某种意义上说，项羽是一个忠于自己理想的悲剧性人物。而刘邦则没有这些思想负担，他很快收回了全国的统治权（除了建国初期被迫分封韩信等异姓王外），摧毁封建制度，建立了像秦朝那样统一的国家。因此，总的来看，之后的中国实行的还是由中央派出官吏到全国各地管理地方事务、征兵收税的中央集权制度。

用美国汉学家 Herrlee G.Greel 的话说，就是“二千多年以前的中国已有 20 世纪超级国家的形态”。

中西的货币理论和实践，由此走向了历史分权，其具体表现是足值与不足值之分。

货币有两种形式：

一种是私人可以自由生产的货币。此种货币完全遵从市场成本收益和供需平衡的法则，就跟生产普通产品一样，因此具有内在市场价值，具有商品的一般属性。此为足值货币。

另一种是国家垄断生产的货币。此种货币由于垄断生产，不遵从成本收益平衡法则，但遵守供需平衡法则，因此其成本可以远远低于其面值，具有高额造币利润。此为不足值货币。

如果国家试图垄断货币制造，但由于缺乏防伪技术或处罚威慑力等原因而使得私人可以偷造货币，致使其与国家造币相竞争，那么造币利润就会下跌，因此国家造币也基本遵从成本收益平衡的法则。

私造货币的后果，是使得货币面值 = 造币成本 + 正常利润。例如，在国家完全垄断下，面值 100 元钞票的造币成本 + 正常利润可能只有 1 元，但若私造货币泛滥，面值 100 元钞票的造币成本 + 正常利润就可能等于 100 元。唯一能解释此现象的是：私造货币泛滥时，通货膨胀了 100 倍。

所以，是否是金属或者贵金属，或是不是纸钞，不是区分货币有无真实内在价值的标准。

均衡情况下，足值货币价值决定的货币数量论和内在价值论是统一而不是矛盾的。如果市场上足值货币数量少，则足值货币的需求大于供给，货币价值增大。但货币的生产扩大时，边际成本会提高，货币成本价值也会增大。货币成本价值与正常利润之和等于货币面值时，生产者停止生产。反之亦然。

因此，对于足值货币来说，价值决定的货币数量论和内在价值论是统一的而不是矛盾的。

足值货币的足值，是指其市场价值大致等于其制造成本与社会平均利润之和，而并不是说其市场价值不变。如果足值货币由于数量供给等原因导致制造成本剧烈变化，则会导致其市场价值发生相应变化。

例如，如果足值货币数量供大于求，则人们会减少其生产供给，从而降低

其边际生产成本，也就降低了其内在价值。这就是货币贬值，即通货膨胀。

而国家无法阻止的私人生产的垄断货币，其市场价值介于足值货币和垄断货币之间。

我们很自然地推断出：如果金属货币不足值铸造，但是国家控制金属货币铸造总量，同时具有高难度的防伪技术，则不足值的金属货币也不会造成通货膨胀。这跟纸币的原理一样。如果纸币防伪能力极低，则纸币的面值就将接近于印刷及其纸的成本价值，纸币成为足值货币，这就必然造成通货膨胀。

欧洲长期没有统一的国家形态，而是分离孤立的庄园经济和城邦经济，因此庄园之间、城邦之间进行商品交易所需要的货币都是私人生产的，没有国家统一的权威来支持，所以就只能是足值的实物货币。

第 4 节　良币与劣币：谁驱逐谁

欧洲经济之落后，在选择足值货币上也体现得淋漓尽致。前面讲过，作为价值尺度的本位货币应该只有一个，但是从罗马帝国时代开始，一直到 1775 年，欧洲竟然同时采取了多种商品作为本位货币。例如，罗马帝国同时把黄金、白银、铜等贵金属作为本位货币，而 16 世纪之后的欧洲，仍然把黄金和白银同时作为本位货币。

这使得我们想起前面那个老掉牙的故事：在原始经济形态下，是很容易把多种实物都作为货币来使用的。

在货币史上，同时以两种或者两种以上货币作为本位货币的制度叫“复本位制”。

复本位制分两种形式，一种是金银两币按其各自实际价流通的“平行本位制”，如在英国，金币“基尼”与银币“先令”同时按市场比价流通；另一种是两币按国家法定比价流通的“双本位制”或“两币位制”，也即通常所称的“复本位制”。

如前所说，一种商品要取得本位货币的地位，则其必须能和本位货币按固定比率自由兑换。

平行本位制，其连本位货币都没有确定下来，体现了多实物货币的残余。这样的币制注定是不稳定的。

在通常所称的复本位制中，若其中一种货币由于其更为足值等因素而使之信誉大于另一种货币，则人们都愿意将信誉良好的货币藏起来，只使用劣质货币。这样，随着劣币的增加，良币将退出市场，其退出部分的价值由劣币来补充。而货币总量可以变化很少，货币购买力保持相对稳定。这就是经济学上著名的“劣币驱逐良币”的原理。

如果劣币数量实在太多，以至于良币全部被替代，则此时实行复本位制货币制度的结果是良币大量流失，最后留下劣币，成为单本位货币制。若此时继续增加劣币数量，就将增加货币总量，降低货币购买力。换句话说，即将导致通货膨胀。

但劣币驱逐良币并不是任何情况下皆成立的。在不考虑国家权威控制的情况下，取决于良币的数量是否足够，是否在满足了人们储蓄职能之后，还能满足市场供应。如果足够，则人们没有必要再收藏良币，也不会接受劣币支付，因而良币将驱逐劣币；如果不够，则会发生劣币驱逐良币的现象。

基于同样的道理，在垄断货币可以按照固定比率自由兑换足值货币的情况下，若是足值货币数量缺乏，则足值货币将大量退出市场，其退出部分的价值由信誉较差的垄断货币来补充，而货币总量可以变化很少。西方国家纸币发行之初，由于黄金数量缺乏，又允许纸币与黄金按比率自由兑换，因此就出现了纸币替代黄金、国家黄金储备被换成纸币的现象，使得当时的不少政治经济学理论认为纸币的发行价值必须等于贵金属如黄金的价值，有人提出货币内在价值论，或提出纸币发行必须以黄金等贵金属为储备的论点。

在垄断货币作为本位货币，并按市场价格自由兑换足值货币（即停止承诺按固定比率兑换）的情况下，足值货币价格将水涨船高，使得其退出市场的动力减弱，垄断货币对足值货币的替代性也减弱。此时，垄断货币的发行不会发生与足值货币相互驱逐现象，而会使得货币发行总量增大，物价上涨。同时国家足值货币储备也不会被消耗多少。足值货币将只承担价值储存和一般商品使用价值的作用。垄断货币作为本位货币，将完全依靠其发行数量与国家经济结构的关系表现其价值，与足值货币再无关系。

由于复本位制货币制度是不稳定的，所以，随着欧洲经济的进一步发展，1775 年，英国的货币制度开始过渡到货币选择的高级形态——单本位制。随后整个欧洲也逐渐选择了单本位制。为了大英帝国的利益，英国选择了黄金作为本位货币，这也迫使欧洲其他国家采用黄金作为本位货币。

但无论单本位制还是复本位制，足值货币制度都是实物交换经济的残余。因为足值货币从本质上说，不过就是使用特定材料生产的实物商品而已，既然是实物商品，那么其供给就会受到自然条件的限制，例如，黄金的数量就受到了发掘的金矿数量的限制。

第2章　被扭曲的历史：中国与欧洲

第1节　欧洲重农轻商的传统

在文艺复兴之前，欧洲对商业一直持抑制态度。事实上，与当前我们多数人获得的信息相反，欧洲从古希腊和古罗马时代开始，就一直重农轻商。

柏拉图（公元前427~公元前347年），是古希腊哲学家、伦理学家和政治家，出身于雅典贵族家庭，苏格拉底的学生。其著作《理想国》主张等级森严的专制制度，最上层为劳心者，第二等级为士兵，最低等级是农民、手工业者和商人，奴隶则不算入公民。柏拉图肯定商业的必要性，但却鄙视商人，认为雅典人不应该从事这种不体面的事业。

克优斯·贾图（公元前235~公元前149年），是古代罗马政治活动家，大奴隶主，当过罗马执政官。他主要研究家庭庄园的管理，认为在一切经济部门中，农业是罗马人最适宜从事的事业。

柏拉图

奥格里·奥古斯丁（353~430年）是罗马帝国瓦解时期基督教最著名的思想家。他认为农业是最高尚的行业，对于商业采取非难态度，认为为谋生而从事小商业还情有可原，但以赢利为目的的大商业则是绝对不能容忍的。他认为价格应该公平。

从公元5世纪西罗马帝国灭亡到15世纪，称为“中世纪”。中世纪早期的基督教神学家对以赚取利润为目的的商业采取更加强烈的否定态度。认为商业是一种贱买贵卖的行为，其罪恶甚至超过盗窃。

在欧洲，对商业活动的否定和抑制真正从思想意识上开始出现松动，是从托马斯·阿奎那开始的。

托马斯·阿奎那（1225~1274年）是意大利神学家，1259年任罗马教廷神学顾问和讲习，著作有《神学大全》。1879年教皇宣布阿奎那的神学为天主教会的最高哲学权威。阿奎那主张自然法观念。“自然法”是古希腊哲学中斯多咯派从所谓宇宙理性中引申出来的，认为它是超出人为法之上的由神性支配的不变规律。阿奎那强调公平价格，把商业看成是卑鄙的行业，但是他指出，在特定情况下，收取适当的利润或利息是合适的，例如，维持自己的家庭生活或帮助穷人。他认为，货币仅仅是便利交换的工具，君主有权铸造货币。

总之，一直到14世纪末，欧洲都重视农业，极端轻视商业。并且其经济理论都是零碎的，所涉及的领域也极为有限，基本上局限在家庭管理，或者价格公平，或者货币成色等物理属性等方面。这也是欧洲经济长期停滞的重要原因之一。

第2节　古中国的商业与国计文明

在商业方面，以中国为代表的东方国家一直对商业十分重视。

本书“引子”中所说，成汤灭夏，就是采用了商战，用丝绸大量换取夏的粮食，削弱夏的力量。这恐怕是历史上有记载的最早的经济战。

《尚书·酒诰》中记载，周公训诰商遗民曰：“嗣尔股肱，纯其艺黍稷，奔走事厥考厥长。肇牵牛车，远眼贾，用孝养厥父母。”由此可知，商人原本就有经营商业的传统。“商业”、“商人”的名称就是由此而来的。《左传》记载，公元前806年，周宣王封其弟友于宗周畿内，因时届西周末期，宣王没有什么可以分给自己的弟弟，只好把一批买卖人分给了郑桓公。后来郑桓公率

众远迁“洛之东土，河济之南”后，同这些商人订立下盟誓：“尔无我叛，我无强贾，毋或匄夺，尔有利市宝贿，我勿与知。”就是说，商人不能背叛国君，国君不强买和夺取商人的货物，不干预商人的财产和营业。在长达上百年的时间里，这个著名的“法律”被严格地遵守着。

春秋时代的齐相管仲进一步提出：“士农工商四民者，国之石民也。”提出四民分工，“令夫工群萃而州处，相良材，审其四时，辨其功苦，权节其用，论比、计制、断器，尚完利。相语以事，相示以功，相陈以巧，相高以智。”“令夫商群萃而州处，观凶饥，审国变，察其四时而监其乡之货，以知其市之贾。负任担荷，服牛轲马，以周四方；料多少，计贵贱，以其所有，易其所无，买贱鬻贵。”❶

值得指出的是，今人有指责管仲令四民分居，以此作为压制工商的凭据，这是值得商榷的。因为士和农也被分居，为什么就没有人指责这是压制士和农呢？与其说是压制，倒不如说是管仲非常注意创造分工的环境条件，以形成工业区、商业区、农业区、政治文化区域。从商业角度来说，这也符合规模经济的规律，且与当今在城镇规划中划分各种职能不同的区域，如商业区、技术开发区等，本质上并无区别。可以说，管仲不但提出了分工的思想，而且已经付诸实施。管仲令其子弟相袭，除了考虑社会稳定外，也考虑了工商业的职业教育问题：“旦昔从事于此，以教其子弟。”

而且，并不是说各民之间在地位升迁上完全被隔绝。《国语》载管仲佐政、又行考选制度，每年由乡长将子弟中之贤者报告给国君，国君召见，试以官职，成绩好的可以上升到“上卿之赞”，“是故匹夫有善，可得而举也”，“夫是，故民皆勉为善”，❷“其秀民之能为士者，必足赖也”，“有司见而不告，且有罪”。❸这就是说，无论你是什么人，只要有能力，就可以通过考任或者举荐而升迁。

---

❶《管子·小匡》

❷《管子·小匡》

❸《国语·齐语》

欧洲的贵族世袭制一直到明朝以后中国的科举制度传入之后才逐渐废除。“中国古代这种‘学而优则仕’，凭学问、凭才干，不世袭、轻特权，‘选贤任能’的教育制度和选拔官吏的制度，与18世纪欧洲的知识界、启蒙学者们的尊重个人的价值，反对中世纪的封建世袭制度，通过自由、平等、竞争攀登仕途高峰的理想一拍即合。”❶

公元前651年，齐桓公与诸侯在蔡丘会盟，约定在诸侯国之间的贸易活动中，大家都要为商贾提供食宿方便。齐国为外来商人提供货栈等交易场所，对外商货车一乘的提供本人伙食，三乘的兼供给饲料，五乘的并供给厮养人，使得“天下之商贾归齐若流水。”❷

同时管仲实行“官山海”之策。山指铸铁，海指煮盐。但是管仲实行的不是国家完全垄断，而是允许私人煮盐炼铁，国家统一收购，然后以确定的价格批发给商人经销。换句话说，国家仅仅是控制总批发价格，并从中抽税。因此在很大程度上考虑了商人的利益。

管仲的“官山海”有两个特点。一个是国家所获取的利润不能扰民。而如果盐铁的价格过高，就无法达到“民不加赋”的效果。因此，由管仲的“官山海”而得出当时国家垄断赢利的结论是轻率的。

在《管子·轻重乙篇》中，桓公曾建议对盐铁彻底垄断，但被管仲阻止，说：“不可。今发徒隶而作之，则逃亡而不守；发民，则下疾怨上，边竟有兵则怀宿怨而不战。未见山铁之利而内败矣。故善者不如与民，量其重，计其赢，民得其七，君得其三。有杂之以轻重，守之以高下。若此，则民疾作而为上虏矣。”

“官山海”的另一个特点是煮盐炼铁均放开，由私人经营，包括市场销售，国家仅仅统一收购，搞总批发。所以说，管仲主张尽力减少国家干预，把最大的自由度让给民间。因此“官山海”与其说是国家垄断，倒不如说是国家抽取间接税，同时稳定盐铁产品的物价。因为盐铁产品同质，

---

❶《伏尔泰全集》第三卷，1865年巴黎版，P26

❷《管子·轻重乙篇》

国家只要规定统一收购价和批发价，各地官府就可以执行，官吏难以从中牟利。

在其他方面，管仲是极为反对官商合一的。以当前的话说，就是管仲反对官僚资本。在《权修》中，管子说："商贾在朝，则货财上流。"意思是说，官商结合，则财货会经过贿赂而流入朝野。《八观》上说得更为严厉："上卖官爵，七年而亡。"《立政》中说："金玉货财之说胜，则爵服下流。"《八观》中说："金玉货财商贾之人，不论志行而有爵禄也，则上令轻，法制毁。"

在赋税方面，管仲主张减免工商税收，"关几而不征,市廛而不税"。

但是，管仲并不是一味减少赋税，认为赋税越少越好。管仲反对一味地轻赋税，认为那样将使国家财政收支不能平衡；同时又反对重税，认为那样只会使国家税收减少。西方经济学关于税收的拉弗曲线，在管仲这里早已有了清晰的表达。

由此管仲提出针对级差地租的级差税制和关税等，其理论和税种都比较完善。特别是对级差地租的"相地而衰征"，在西方经济思想史中，是李嘉图、马尔萨斯等人在世时才开始认识到不同赋税的征收对地租的影响的。

关于管仲主张减轻赋税的资料如下：

《山至数》：桓公问管子曰："梁聚谓寡人曰：'古者轻赋税而肥籍敛，取下无顺于此者矣。'梁聚之言如何?"管子对曰："梁聚之言非也。彼轻赋税则仓廪虚，肥籍敛则械器不奉。械器不奉，而诸侯之皮币不衣；仓廪虚则傳贱无禄。外，皮币不衣于天下；内，国傳贱。梁聚之言非也。"

《五辅》："薄征赋，轻征赋，弛弄罚，赦罪戾，寡小过，此谓宽其政。"

《小匡》："通齐国之鱼盐东莱(尹知章注：自东莱通鱼盐于诸侯)，使关市几而不征，塌而不税，以为诸侯之利，诸侯称宽焉。"

在对级差地租收税方面，《国语·齐语》中有记述"相地而衰征"。衰，音催，意为等差递减，即地租之级差。

同时，管仲还区别不同产业征收不同的赋税，以有区别地发展产业。

在《山国轨》中“去其田赋，以租其山。巨家重葬其亲者，服重租。小家菲葬其亲者，服小租。巨家美修其宫室者，服重租。小家陋为室庐者，服小租。上立轨于国民之贫富，如加之以绳，谓之国轨。”

在这里，管仲减轻甚至免除田赋，而收重税于山林之坟地的使用，并对不同坟地的使用按照级差原则收税，以使得其不至成为贫苦人民的负担。

管仲从理论上和实践上提出了系统的扩张性财政政策。在《乘马数》中，管仲说：

“人君之守高下，岁藏三分，十年则必有三年之余。若岁凶旱水泆，民失本，则修宫室台榭，以前无狗后无彘者为庸。故修宫室台榭，非丽其乐也，以平国策也。”

在《侈靡》中，管仲说：“市也者，劝也。劝者，所以起。本善而末事起。不侈，本事不得立。”

在这里，管仲首先提出了国家储备的思想，然后提出在遇到凶旱等危机导致经济萧条时，国家要修筑宫室台榭，雇佣差役，增加就业，刺激经济。管仲非常明确地强调，这种方法不是为了“丽乐”，而是为了“平国策”。因为他对积极的财政政策的原理及后果非常清楚。

对本事（当时为农业）和末事（当时为商业）的关系，管仲也做了精辟的论述，说如果农业发达，则工商业就会兴旺；如果工商业不兴旺，消费不足，则农业也不会发达。

管仲提出国家发展要藏富于民。《山至数》中就记载了齐桓公与管仲关于藏富于民的对话。桓公曰：“何谓藏于民？”管子曰：“请散桔台之钱，散诸城阳；鹿台之布，散诸济阴。君下令于百姓曰：‘民富君无与贫，民贫君无与富。故赋无钱布，府无藏财，货藏于民。’”“王者藏于民，霸者藏于大夫，残国亡家藏于箧。”

可以说，按照管仲的主张，展现在我们面前的已经活脱脱是一付现代经济的图像了，在某些方面甚至连我们都难以想象，例如管仲为吸引天下客商，专门设置女闾七百。

正如前面关于“封建”意义的辨析，春秋战国之时，正是中国处于类似欧

洲诸侯小国林立的时代。因此，欧洲诸国之间的贸易争端、贸易壁垒在中国的春秋战国时期已经出现。正像今天世界经济中，各国为国际贸易而斗争或者合作一样，春秋战国时，各诸侯国也多次召开这样的国际会议，以降低各国贸易壁垒，促进天下经济一体化的发展。

春秋战国时期，列国诸侯于公元前652年和公元前651年两次会盟于宋，盟约中除互不侵犯、保持各诸侯国的领土完整外，还有“毋遏籴”、“毋忘宾派”、“毋蕴年”、“毋壅利”等有利于商品正常流通于各诸侯国之间的条款。在《幼官》中也有记载：“(齐桓公)三会诸侯，令曰：田租百取五。市赋百取二。关赋百取一”。从文章来看，当时诸侯间达成的协议是关税降到百分之一(关赋百取一)，但是实际上执行起来有困难，即便是齐国自己，也执行了百分之二的关税，即《大匡》中所载：“桓公践位十九年，弛关市之征，五十而取一。”

换句话说，以当时而论，中国已经达到了全天下经济的高度一体化，其一体化程度远远高于今日之世界，更远远高于欧洲诸国。

从后来的历史发展看，中国各诸侯国的关税税率还屡有反复，这说明，诸国之间的贸易斗争始终没有停止。如果以今天的经济学语言来说，就是自由贸易思潮和保护主义思潮互有反复。例如，到了战国，关税就成倍地提高了。《孟子·滕文公下》记载宋国大夫戴盈之的话说：“什一，去关市之征，今兹未能。请轻之，以待来年，然后已，何如?”这说明当时关税、市税的征收量已经超过了十分之一。

因此，春秋战国时期，展现在我们面前的国际贸易风云变幻，并不亚于我们今天面对的国际经济环境。国际贸易竞争、世界经济一体化，并不是今天才开始出现的。

明确提出自由市场经济的，则见于《乘马》中的“右立国”：“无为者帝，为而无以为者王，为而不贵者霸。”

对于政府的收入和支出，管仲也有明确的原则：“是故有事则用，无事则归之于民，唯圣人为善托业于民。”

与二百多年后的古希腊古罗马极度鄙视商业相比，与此后一直到公元14

世纪欧洲对商业利润和利息仍在愚昧地禁止相比，中国工商业的发展无疑要早很多，传统深厚得多。

第3节　十字军东征与欧洲崛起

一场战争改变了欧洲的命运。

十字军东征(1096～1291年)使欧洲人遭受惨败，但历史上斗争双方的最终归宿从来都不是由明显的胜负所决定的。东征的欧洲人接触到阿拉伯国家所保有古代文化宝藏。他们将大量的阿拉伯文书籍译成拉丁文。于是古希腊、古罗马、中国、印度和阿拉伯人创造的文化便传到了欧洲。意大利地处东西方交通要冲，逐渐成为新的经济和文化中心。

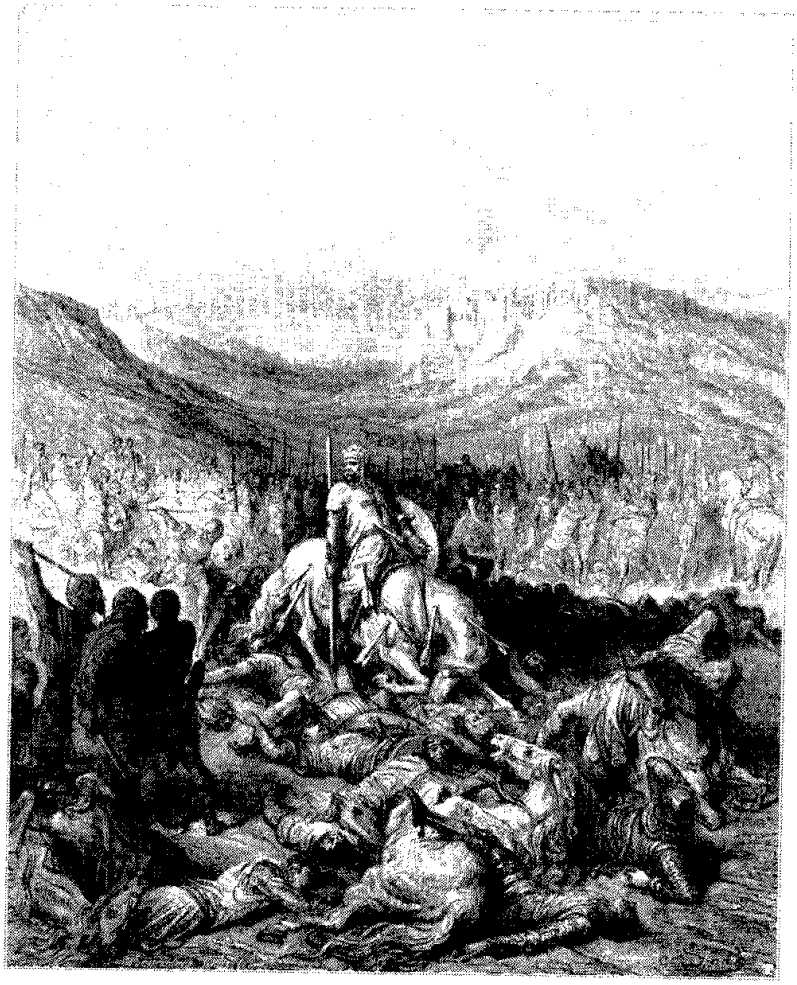
到了14世纪，封闭的欧洲坚冰终于开始融化。这个时候也正是欧洲文艺复兴开始的时期。

此时，阿拉伯人保留下来的古希腊、古罗马的数学、医学、化学等科技知识，东方传来的火药、指南针、印刷术等，以及在中国、印度等东方国度繁荣起来的以算法为重要特征的东方数学，也通过阿拉伯传播到欧洲，对文艺复兴中的科技发展产生了深刻的影响。现存的一些阿拉伯数学与天文学著作中就记载了中国数学与天文学知识，如著名的阿尔·卡西《算术之钥》一书中，有相当数量的数学问题显示出其直接或间接来源于中国。根据阿尔·卡西本人记述，他所工作的天文台中就有不少来自中国的学者。12~13世纪欧洲数学界的代表人物L.斐波那契曾向欧洲人介绍了印度－阿拉伯数码和位值制记数法，以及各种算法在商业上的应用。中国的盈不足术和《孙子算经》（见《算经十书》）的不定方程解法也出现在斐波那契的著作中。事实上，作为近代数学诞生标志的解析几何与微积分，从思想方法的渊源上看，都不能说是古希腊演绎倾向的产物，而应说是中国算法倾向的产物。早在20世纪70年代初，著名的计算机科学家D.E.Knuth就呼吁人们关注古代中国和印度的算法。中国古代文化包括数学是通过著名的丝绸之路传播到西方的，而阿拉伯地区则是这种文化传播

的重要中转站。[1]

而在这之前，欧洲几乎谈不上什么科技。号称博学多才的比德（约673～735年）是英国的僧侣学者，终生在修道院度过。他的本领是会用手指来计算复活节（每年过春分月圆后的第一个星期日）的日期。当时的欧洲，能够用繁复的方法计算简单乘法的人，已经是极为了不起的了。

同样，在意识形态领域，欧洲也受到了极大的冲击。以中国为代表的“无神论”思想和“仁爱”思想成为文艺复兴时期欧洲思想家反对宗教神权、追求人本的武器，在中世纪的欧洲摆脱神权桎梏中起了不可磨灭的作用。



十字军东征

[1] 李文林：《中国古代数学的发展及其影响》，中国科学院院刊

文艺复兴时期，中国这样的东方国家对于商业的平和态度，无疑对欧洲的经济传统造成了强烈冲击。

据西班牙传教士门多萨1585年首版于罗马的《中华大帝国史》中记载，当时修士拉达和他的同伴从中国购买了大批书籍，由生于中国、长于菲律宾，后跟当地西班牙人生活在一起的人翻译并带回欧洲。目前具体书目已缺乏史料可查，但是门多萨详细列出了这些书的内容。有关国计方面的内容包括以下部分：❶

属于国王的贡赋和税收，他的朝廷的等级，他赐给官吏的一般薪俸，他宫室中所有官员的名字，各个职位的职责和权限。

每省有多少赋税，免税者的数目，何时和怎样征收。

国家的法律，何时由何人制定；违法者的处罚；其他有关有效统治及政策的事。

中国记录的国家和民族及其中的特别事物。

宝石和金属财富，以及本身有价值的自然产品，比较每件东西的作用。

好的土地和坏的土地之特点，识别的标志，每年收什么果实。

西方传教士收集的书籍，其内容甚至包括了中国怎样打造武器和战具，怎样排兵布阵（即兵法）。

有确实的证据说明，当时的传教士还加大力气收集中国成系列的史书，而不是仅仅限于传统认为的“四书五经”（早在16世纪末，罗明坚已着手翻译“四书”，而曾德昭则进一步向欧洲人展示这些经书的内容）。

在中国生活了23年的葡萄牙传教士曾德昭（奥伐罗·塞默多）1637年从澳门返回欧洲，开始用葡文撰写《大中国志》，1638年在果阿完成，1640年携带至葡萄牙。1642年，有人将其译为西班牙文。1643年译成意大利文刊行；1645年以法文刊行；1655年以英文刊行。其在《大中国志》中记载：“除了对异邦进行征服和战争外，他们有许多年也在打内战，所以有很多记载这些战争的专门著述。此外还有一部10卷的史书，只记那时的战事、他们的将官、

❶门多萨：《中华大帝国史》，中华书局1998年版，P124

战阵方式、军旅、凯旋及其他的事，其中有许多值得一读的东西。”❶

这里，曾德昭明确指出了一部10卷的史书，可见这史书应当是指《史记》一类的巨著。那么，这些史书里面像“食货志”等国计部分的内容，自然也在其吸取范围内了。

同时他们还亲自参与国计管理，或者亲眼目睹了中国国计的管理方法。例如南怀仁（Ferdinand VERBIEST，字敦伯，1623年10月9日生）曾在中国从事大量公共工程，如开掘运河、疏通河道等。门多萨在《中华大帝国史》中就记载了中国当时的公共福利制度：“他们还有一件非常好的，使我们都对他们这些异教徒惊叹的事，那就是，在他们的一切城市中都有医院，老是客满……每个城市都有一个大地区，其中有很多给穷人、瞎子、瘸子、老人、上年纪不能行走和无力谋生的人居住的房屋……”❷并且他专门开辟一章，具体描述中国实施的福利措施包括再就业措施，说在这个大国怎样没有穷人在街上或庙里行乞，及皇帝为无力工作者的供养所颁发的诏令。❸

门多萨还记载了中国不同商业区分工不同的传统理论和现实情况：“这个黄帝是中国的第一位国王……他把全国百姓分配到城、镇和村，禁止人们不得他的特许或他国家官员的许可，离开父业干别的行当。而如无重大的原因将不允许转业……他们把同一种行业安置在一条街上，直到今天仍然是这种安排。”❹当然，在这里，门多萨显然把提出四民分业理论的管子混淆成黄帝了。

曾德昭在《大中国志》中也描述了当时中国的均输、平准之术，只不过他自己并没有注意到这是一种国策，而仅仅以为这是朝廷的权力：“这里土地干燥，有益健康，但缺乏通常食用的水果。朝廷有很大权力，命令把各种东西运到那里，以弥补不足。”❺

到目前为止，有史料记载的欧洲对《管子》的翻译，是德国甘贝伦茨

---

❶曾德昭：《大中国志》，上海古籍出版社1998年版，P117
❷门多萨：《中华大帝国史》，中华书局1998年版，P41
❸门多萨：《中华大帝国史》，中华书局1998年版，P141
❹门多萨：《中华大帝国史》，中华书局1998年版，P69
❺曾德昭：《大中国志》，上海古籍出版社1998年版，P24

(Gabelentz) 先后于 1886 年和 1892 年发表的《管子哲学著作》和《管子批判初备》，其后西方才开始公开研究《管子》一书。在那以后，凯恩斯于 1936 年发表《就业·利息和货币通论》，形成了凯恩斯主义经济理论。

弗朗斯瓦·魁奈（1694~1774 年），是与斯密同时代、在学术上具有同等地位，甚至从经济学的科学化角度来看还应高于斯密的政治经济学创始人之一。他自诩为“欧洲的孔子”。魁奈的《经济表》，是后来马克思再生产公式以及当代西方宏观经济模型的雏形。

N.G.克莱尔是与魁奈同时代的人，和魁奈一样，也是皇室御医。他为学生讲述统治的基本原理时，在谈到自然秩序原则和《经济表》的关系时，他说：

“如果将中国立法家的研究与著作中所包括的诸家思想概而观之，其恒久不变之卓见，无论在欧洲或现存世界，全然无与之接近的思想存在。然而，就是这些稀世的伟人，也不过漠然承认自然秩序的基本法则，并把它教给别人而已……法国已经产生了应用这一原则的天才，今后各种社会制度均可用《经济表》这一试金石来进行检验……自古以来，我们被哥特人或野蛮人的褴褛衣衫隐蔽了自然的核心……我听说英国人给翻译这本著作的人以一千基尼的奖赏，并不觉得奇怪。”❶

在魁奈《经济表》的开头有一句格言式的题词：“农民穷，则王国穷；王国穷，则国王穷。”这句话正是我国儒家名言“百姓足，君孰与不足；百姓不足，君孰与足”的翻版。❷

诸多的变革为欧洲的经济思想提供了解放的条件。引用李鸿章对当时中国社会变革的感叹“两千年未有之大变局”于当时的欧洲，其实也同样适用。仿佛就在一刹那之间，一个全新的未来世界展现在衣衫褴褛的欧洲蛮族面前。这是人类成千上万年成就的交汇：有被蛮族亲手覆灭的古希腊、古罗马文明，有辉煌灿烂的中华文明，有源远流长的印度文明，有地跨欧亚大陆

❶《大禹与孔子》，1769 年

❷ 胡寄窗：《中国经济思想史》，上册，上海人民出版社 1962 年版，P512

的阿拉伯文明。

文明之光所到之处，坚冰融化，光芒在每一片叶子和树枝上炫耀着。欧洲的春天来了。

欧洲历史传统对于商业的抑制终于开始崩溃了。

这些国家身上抑制商业的枷锁一旦被打碎，商业带来的巨额利润就必然会让它们疯狂。这样，它们对于本位货币的需求也就相应增加了。

但是，如前所说，欧洲的诸侯割据使其只能使用黄金、白银这样的足值货币。然而，欧洲并不盛产黄金。任何足值货币都有一个特点：其供给数量取决于足值货币的生产成本和原材料供应，而不是取决于经济发展的需求。因此，有限的黄金供应与高速增长的欧洲经济相比，愈加显得吃紧，必然导致黄金、白银价格高昂，物价下跌，经济萎缩。

谁拥有了更多的黄金，包括诸侯君王，谁就拥有了更多的财富，因为它是欧洲大陆的通行货币。鉴于足值货币的特点，君王的权威是无法增加或者减少货币价值的。所以我们看到欧洲很多君王那么喜欢黄金，就容易理解了。

黄金、白银这样的贵金属成为欧洲财富的终极目标。这导致了整个欧洲从平民到君王对黄金、白银的疯狂追求，这就是重商主义。这很有点像今天很多国家对美元的疯狂追求，只不过美元不是足值货币而已。

重商主义以追求金银为主要目的，甚至是唯一目的。我们能非常清楚地看到，这是一种刚刚从抑商传统中走出来，尝到了商业的甜头，但却只看到了商业的表面现象而没有掌握商业基本规律的幼稚财富观。

货币本身永远都不是财富，货币仅仅是财富的符号。黄金、白银也是如此。这正是一次次金融危机发生的根源所在。

第3章 指向新大陆：有缺陷的货币

第1节 谁让哥伦布起航

是谁让哥伦布起航，是什么使欧洲发现了新大陆？

答案是：具有缺陷的货币制度。

任何现象都不是孤立的。

把黄金、白银看成是财富也好，看成是财富符号也好，本位货币的不足的确是欧洲经济的桎梏。欧洲在与东方的贸易中无法拿出吸引东方人的产品，连连出现贸易逆差，黄金、白银大量流入中国等国家，这进一步加剧了欧洲的货币危机。

这种情况迫使欧洲人把眼睛转向未知的领域：1668年，葡萄牙人麦哲伦起航；1771年，英国人哥伦布起航。他们最重要的目的都是一个：寻找新的黄金供应地。

不过，美国耶鲁大学管理学院金融学终身教授、北京大学光华管理学院特聘教授、北京大学经济研究中心陈志武[1]先生对此持有不同看法，他并不认为欧洲缺乏货币，由此也不认为黄金对欧洲的发展起过什么作用。相反，他认为黄金白银对于欧洲的发展只是起了负作用。他在《再谈西方的兴起》一文中说：

“到16世纪末西班牙人和葡萄牙人从美洲大举运回金银的时候，意大利、法国、荷兰、德国、比利时等西方国家将未来收入、将资产证券化的能力已非常强，他们已有能力把未来的收入变成那时的钱，有很强的‘生钱’的能力。按照上两次本栏的话说，他们已经比世界其他国家更有‘钱’了。”

---

[1] 陈志武教授在世界经济学家中排名是202位，他的专业领域为股票、债券、期货和期权市场以及宏观经济。

“我们首先需要看看在美洲白银到来之前西欧国家的商业信票发展情况，特别是跨国贸易是靠什么结算的，这种发展的历史意义也非常大，因为证券解决的是不同时间之间的价值交换问题，而商业信用票据解决的是不同空间地点之间的价值交换问题，是两类不同的金融技术……其运作方式大致是这样，如果在里昂的张三向威尼斯的李四买进一万件衣服，而威尼斯的王五要向里昂的宋六买五千张油画，在没有银行的情况下，这两笔交易不仅难做（到底先付钱还是先发货的问题，双方可能都难以相信对方），而且即使双方愿意做，张三要把硬币从里昂运到威尼斯，而王五又要把硬币从威尼斯运到里昂。相比之下，如果由美第奇银行（Medici Bank）为他们提供信用证或汇票，张三和王五可能谁都不用运了，并且法国和意大利各自可以有自己的货币。实际的情况可以比这复杂得多，只要美第奇银行在西欧各商业中心设有分行，这些商业交易可以是多边、多国之间的。”

陈志武断言：“因此，在16世纪西班牙从美洲掠夺金银之前，西欧商业银行的发达程度已非常高，也足以解决跨国贸易的货币支付问题。当然，有更多的白银能帮助他们与其他洲做贸易，但是，这些白银对西欧外贸的进一步发展不是决定性的。”

陈志武的观点很有代表性。这种代表性不在于他是否为欧洲辩护，而在于他对货币的看法。当代西方经济理论往往并不认为货币有多么重要，他们认为货币是中性的。如果货币供给变化只是影响一般价格水平，一定量的货币供应增加(减少)只引起一般价格水平的上升(下降)，那么货币就是中性的；如果货币供应量的变化引起实际利率和产出水平等实际经济变量的调整和改变，那么货币就是非中性的。对他们而言，根本不需要一个央行在那里印刷钞票，也不需要什么黄金。政府或者企业发行的债券、商业票据就可以完成货币的职能。这样，货币政策就没有什么意义。推而广之，一个国家的外汇政策也就失去了意义。

那么，欧洲向世界的扩张究竟是不是在打一场生死存亡的货币战争呢？欧洲的兴起真的不需要黄金和白银吗？

陈志武所阐述的货币替代品主要有三种。一种是以既存实物为抵押的债券；一种是以未来现金流为抵押的债券(即未来收入证券化，或者说资产证券

化)；一种是商业信用票据。

这三种替代品能否替代黄金白银呢？或者更进一步说，能否替代本位货币呢？

无疑，从概念上说，债券、商业票据都属于广义货币的范畴，但它们离本位货币还差得远。债券、商业票据都没有能力作为基础货币。

哥伦布到达新大陆

第2节　本位货币的扩张

要回答上面的问题，首先要了解本位货币的扩张过程。

在现代金融体系中，商业银行有着货币扩张的作用。其扩张原理来自金匠法则。足值金属货币使用过程中出现的私人银庄是现代商业银行的雏形，其作用是吐纳金属货币。由于金属货币携带不便，银庄就给存款者以借据，此借据可以在银庄兑换金属货币。此借据称为钞票。

由于钞票随时都可以向银庄兑现金属货币，所以只要银庄信誉好，其他人就乐意接受钞票，因为钞票随时都可以兑换成金属货币，没有必要每次交易都非用金属货币不可。

银庄发现，由于钞票一直在外流通，所以只有小部分钞票要随时兑现成金属货币。故他们可以超过在本庄储蓄的金属货币数量发行钞票。这就是银庄的信用扩张。

银庄为了应付日常提取金属货币的需要，必须按照发行钞票的一定比例准备一定数量的金属货币在库里，这就是准备金，也就是银庄发行钞票的担保。银庄的准备金与流通中的金属货币之总和，叫做基础货币。

由于钞票是银庄开出的借条，也即存款单，有票面利息，因此也是债券的一种。由于其可随时变现本位货币，也算入货币之列，为广义货币（M2）。

在现代中央银行金融体制下，形成了两级担保发钞制度。第一级是中央银行以国债、票据等一揽子资产作为担保和准备发行法币，也就是本位货币，只不过这种本位货币是以国家权威为信誉的不足值货币。不像商业银行，资产担保对于央行来说，并不为应付挤兑而设置[1]。然后商业银行将央行发行的本位货币作为担保和准备金，发放信贷，扩张货币。发放出去的信贷，一部分成为流通中的现金，一部分成为存单。流通中的现金、支票、短期存单一起构成了狭义货币（M1），其支付能力最强、最快。流通中的现金与商业银行存款构成了广义货币（M2），长期存单(即债券)主要起价值储蓄而不是支付作用。流通中现金、商业银行存款与其他金融机构的存款构成更广义的货币（M3）。债券、票据等流动性资产与 M3 之总和构成最广义货币（M4）。相应的，央行发行在外的所有本位货币叫做基础货币（B），其数额为流通中现金与商业银行准备金之和。而 M1 与 B 的比值为狭义货币乘数[2]，M2 与 B 的比值为广义货币乘数。货币乘数体现商业银行等金融机构通过基础货币对货币的创造和扩张作用。

---

[1] 本书第 2 部分第 5 章第 2 节

[2] 货币乘数机制：本书第 2 部分第 6 章

第3节 债券、基金和票据能取代本位货币吗

有些商品也可以用来作为局部范围内的交换媒介或者进行价值储蓄，属于广义货币范畴。但是由于其价格不能与本位货币保持固定比价，因此仍然无法取代本位货币。

例如，最广义货币中的债券，即使它是政府权力保证的高信用国债，只要债券的票面收益率是固定的，债券的市场价格就必然会随着市场利率的变化而波动。这样，债券价格与本位货币之间的比价就有波动风险，故债券不能作为本位货币使用。

如果债券的票面利息是浮动的，且时刻与市场利率相等，则债券面值加上既有票面利息，就是债券的价值。这个价值不受市场未来利率波动的影响，具有与本位货币固定的比价，因此可以作为本位货币使用。

可随时兑付，且其票面利息为零的债券，表面看比浮动利率的债券价值要低，但如果存入银行，可以随时获得当时的市场利率，因此也等价于随市场利率浮动的债券，故其票面价值就是债券价值。这个价值也不受市场未来利率波动的影响，也具有与本位货币固定的比价，因此也可以作为本位货币使用。

如果债券的票面利息是固定的，不随市场利率而波动，则此时的债券就成为固定收益证券。其价值将随着人们的心理、当前及未来市场利率波动而波动[1]，而不与本位货币保持固定比价，因此不能作为本位货币使用。

如果债券的票面利息是浮动的，但并不时刻与市场利率相等，则其价值也将随着人们的心理、当前及未来市场利率波动而波动，而不与本位货币保持固定比价，因此也不能作为本位货币使用。

一般情况下，债券 包括国债的信用等级都要低于本位货币，所以其收益率要比本位货币的利率高[2]。与本位货币利率的不一致，必然导致其价格波动，

---

[1] 风险收益率分析：本书第3部分第2章第1节

[2] 风险收益率分析：本书第3部分第2章第1节

因此不适合做本位货币。有很多人鼓吹债券可以替代本位货币，就是因为不了解这个原理。

不仅仅是债券，当今世界上炒得轰轰烈烈的基金融资，也无法替代本位货币。

随着金融业的发达，各种基金开始发挥更大的融资作用。它们像银行一样，吸纳社会上的闲置资金，然后集中投资。那么，这种方式对本位货币有什么影响呢？

假设一笔本位货币发放出来，用于购买基金获得分红，如果购买的基金券是不可回赎的，则这笔本位货币就是直接进入了投资。基金券跟股票具有相同的性质。基金券的价值来自基金公司的分红，而其分红又来自实物投资的股票分红。因此，基金券的价值是实物投资价值的一部分。基金券的收益是波动的，这必然导致基金券的价值不稳定。这跟在没有基金公司只有银行的传统经济中，货币直接进入实物投资的性质是一样的。此时基金虽然承担了融资功能，但却无法完成像银行那样的创造货币的任务。

如果这个基金是可以回赎的，即持有人随时可以把基金券交回基金公司而取回现金，则此基金的确具备商业银行的某些特征。例如，这种基金必定要和商业银行一样有准备金，以应付基金券的兑现。但这存在一个问题：基金券本身具有风险收益，因此其价值是不稳定的。而价值不稳定的东西不能作为本位货币。

总之，凡是能获得有风险票面收益或固定票面收益的证券，其市场价值也将存在波动风险，不能直接执行货币职能；凡是票面收益为零且可随时兑现的证券或票面收益与市场利率同步的证券，则其等价于现金，其票面价值等于市场价值，可以直接执行货币职能。

如果证券可获得固定票面收益，则其虽然不能直接执行货币职能，但由于其可以按照票面及票面利率兑换成确定的本位货币，因此也可以间接行使货币职能，可以列入广义货币的范畴。

因此，指望基金之类的投融资组织有替代银行创造货币的作用，是不正确的。

很显然，向储蓄者提供无风险收益，但不通过信贷，而是直接把储蓄资金用于投资，就如同商业银行的混业经营，这是可以创造广义货币的。但是，金融机构直接将储蓄资金用于投资，其机会成本应当等于贷款利率。因为如果它将这笔款贷给别人的话，至少能获得贷款收益。

另外一个金融品就是商业信用票据。商业信用票据分银行汇票和商业汇票。银行汇票是银行做担保的汇票。其并没有突破商业银行货币创造的限制。如果我们是通过商业银行担保签发银行汇票，则显然银行汇票背后要有相应的基础货币做准备。因为银行汇票也不过是一种债券而已。即使买卖双方通过同一个银行结算，基础货币不需要做任何移动，银行汇票背后的准备金数额也是不能有丝毫减少的。很多人因为是在同一银行结算，本位货币不在银行间转移，就以为不需要本位货币了，这种想法是不对的。

商业汇票，即由签票人自己的实物财富做担保而不是由银行担保发行的汇票，的确可以脱离准备金的限制。但这种票据由于签票人的信誉不可能超过本位货币的信誉——商业汇票最终兑换的目标也不过是本位货币，因此只能在小范围内使用，不能大规模地替代本位货币。特别是如果商业汇票替代本位货币的情况大量出现，则必定会出现以一揽子资本作为担保的商业银行发钞之经济正反馈后果。[1]

如果商业汇票的信誉不高，则持有汇票的人不是将其作为货币用于再流通，而是将其向签票者兑换成本位货币，这样，商业汇票就不能完成货币职能，同时签票者还必须有相应的本位货币做准备。因此，银行汇票的信誉等级一般来说都高于商业汇票。金融业越发达，银行汇票的使用就越广，而商业汇票则受到抑制。

尤其是不同的人对市场利率变动趋势和风险判断不一样。同样的债券，在不同人的眼里，其价值也不同。这样，债券就离本位货币的要求差得更远了。譬如说，你很难拿着一张债券去买一件衣服。因为你和卖衣服的人将为这张债券到底值多少钱而争执不休。而你们争执的内容，将属于一门专门学问：固定

[1] 本书第2部分第5章第2节

收益证券定价。

有一个基本常识我们要了解：如果债券能像本位货币一样执行货币职能，那么央行买卖国债的公开市场业务就没有办法调控货币量。

其实，不管是以当前的实物抵押，还是以未来的收入抵押，发行债券的目的都只有一个：获得本位货币。在陈志武所说的欧洲的那个时代，君王发行债券的目的显然是获得黄金或者白银硬通货，而不是获得债券。如果当时市场上缺乏黄金或者白银，那么即使君王以未来一万年的税收作抵押，黄金、白银也不能增多。而如果市场上黄金、白银的数量没有增加，那么谁有那么多黄金、白银来购买君王不断增发的债券呢？发出债券总有一天是要连本带息偿还真金白银的，如果黄金、白银的数量没有增加，到时拿什么来偿还呢？偿还不了的后果，必定是发行债券一方赖账，将偿还时间往后拖延，使得该债券成为长期债券。而长期债券的利率更高。因此，这样做是以短期的安宁换来了长期的更大的危机风险。

因此，当时欧洲君王发行的债券不是替代了本位货币，恰恰相反，正是因为有了相应的本位货币存在，这些债券才能发行。债券发行的规模要受本位货币数量的限制，在当时的欧洲，就是要受到黄金或者白银的数量的限制。

那么，以包含债券在内的广义货币来看，这个相对于本位货币，或者说相对于基础货币扩张的倍数，也就是广义货币乘数，能够有多大呢？

当今，如此发达的金融体系，如此完善的信用制度、快速存取制度和同业拆借制度，广义货币乘数也不过五六倍甚至更低。数百年前的欧洲金融制度无论如何也不可能比今天的货币扩张更厉害。显然，仅仅凭借金融手段创新导致的货币扩张，不可能满足欧洲数百年来经济高速增长的需要。

况且，这里的五六倍还是广义货币乘数。而即使是高度发达的信用经济，即支票可以直接作为支付手段的经济，也是狭义货币在真正起着货币的支付作用。广义货币中的长期储蓄部分，只是执行了货币的储蓄职能，对即时的经济流通没有起到直接的作用。之所以把它列入广义货币中，更重要的是考虑它未来提取现金的潜力。

同时，货币乘数变大是以金融风险增大为代价的。短期债券会增加短期偿

还风险。长期借款利息会很高，虽然短期内没有偿还要求，但未来基础货币的偿还需求却会比短期借款更大。如果在未来没有相应的基础货币补足，也将导致金融的崩溃。

大家简单地想一想国债的发行就可以了。即使今天信用基础货币可以扩张，但政府发行的国债也必须要限制在一定规模内，一旦超出规模，则即使发新债还旧债，也无法滚动下去。黄金、白银的数量决定了当时欧洲债券发行的规模，而如果不考虑这个限制条件，则必然导致欧洲债券的偿还危机，跟今天商业银行准备金严重不足的后果是完全一样的。

由此可见，那种认为欧洲的金融品创新可以弥补货币不足的说法，是不成立的。不要说当时的欧洲，就是今天，纷繁复杂的金融品也不可能弥补货币的不足。

这样，欧洲金银的匮乏就造成了两个后果，一个是人们疯狂地追求黄金、白银的重商主义，另一个是向欧洲以外寻找新的币材。可以说，没有对外扩张，欧洲就无法生存下去。这是欧洲生存的指南针，也是欧洲寻找新大陆的指南针。

第4节　撞开黄金之门

被足值货币体制束缚的欧洲犹如无头的苍蝇满世界乱撞。这一撞不打紧，撞出了一个全新的黄金世界。

文艺复兴，使得欧洲民族国家迅速发展。公元8~9世纪的时候，欧洲还处于部落状态，如当时还没有法国，只有法兰克王国。15世纪末期，欧洲比较强大的民族国家已经形成，如英国、法国、葡萄牙和西班牙。强大起来的欧洲民族国家开始像古代的中国一样，以欧洲中心来看待世界。今天所称呼的“远东”之“远”，就是以欧洲作为坐标原点来判断的。这时，欧洲先发展起来的国家开始划分自己的势力范围。

15世纪上半叶，葡萄牙在欧洲取得海洋优势地位，于是开始封锁欧洲海洋，规定任何国家的任何船只，未经葡萄牙许可，不准在西非海岸航行。1455

年，罗马教皇尼古拉五世颁布特权令，授予葡萄牙海上霸主地位。但是西班牙向葡萄牙和教皇发起了挑战。位于西非西北部的加那利群岛，当时是通向西非和美洲的中途站，尽管葡萄牙一再声明对此拥有主权，但西班牙却不予理睬。

西班牙国王于1492年4月17日和哥伦布签订了“圣达菲协定”，决定给予赞助，并事先封他为将要发现的土地的宗主和统治者，即在各海洋中由他亲自发现或取得的一切岛屿及大陆的海军上将，新发现土地的世袭总督，他有权把新土地上总收入的1/20留为己有，但这些土地的主权属于西班牙国王。

哥伦布于1492年8月3日从西班牙出发。到了美洲后，欧洲殖民者并不是赤裸裸地抢夺，而是首先和当地人做生意。

欧洲殖民者所带的很多制造品当地印第安人从未见过。欧洲殖民者窥视印第安人的大量黄金，但是他们采取了策略，即用自己带来的所有制造品甚至废物、玻璃碎片和用过的扑克牌，向印第安人兑换大量的铜、贝壳等在欧洲不值钱的东西，而把印第安人的黄金当作废物一样扔在一边。这使得印第安人感到黄金没有什么价值，而把注意力用在保护铜铁等贱金属上。印第安人决定把铜铁严密保护起来，不轻易卖给欧洲殖民者，却争着把黄金当作废物一样拿去换取欧洲殖民者手里的玻璃片。欧洲殖民者假装很不情愿的样子，一再压低黄金的价格。而当有印第安人用铜来换取玻璃片时，欧洲殖民者立刻两眼放光，慷慨地付给印第安人大量的玻璃片。

1493年，哥伦布从美洲返航途中，风暴把他的船只吹到了葡萄牙海岸，哥伦布高傲地告诉当地官员，他代表西班牙女王发现了新大陆。葡萄牙国王特意召见哥伦布，并向他声明，根据1481年两国签订的《阿尔卡索瓦斯条约》，在大西洋西边发现的任何土地都不属于西班牙，而属于葡萄牙。

当两国为此争论不休时，1493年10月，教皇亚历山大六世颁布教谕，将全世界的海洋分给西班牙和葡萄牙两国管辖，并在大西洋上通过亚速尔群岛、佛得角群岛以西和以南100里格(1里格合5.92公里)的地方划了一条子午线作为西班牙和葡萄牙之间行使权力的分界线，两国在各自的地区拥有控制权，别国的船只非经控制国许可，不得在这些地区航行和通商。在教皇训谕的基础上，西班牙和葡萄牙两国经过“艰苦”的谈判，于1494年6月7日签订了

《托尔德西拉斯条约》。

16世纪初，西班牙占领了南美大陆，为了切断其他西方国家与亚洲和美洲的贸易往来，他们封锁了航路，严禁一切他国船只来往，使太平洋变为西班牙的私海。据统计，从1492年哥伦布发现新大陆到1640年，西班牙殖民者从美洲夺得的黄金约875吨，白银45000吨。16世纪末，西班牙控制了世界黄金开采量的83%。

从1493~1600年，葡萄牙人单从非洲掠夺的黄金就达276吨。

1592年，葡萄牙和西班牙订立了《萨拉戈萨条约》。他们在太平洋中又画了一条线，以马鲁古群岛以东17度经线为界，划分两国在太平洋的势力范围，该线以西属葡萄牙，以东属西班牙。

进入16世纪以来，随着欧洲产业革命和新兴资本主义的兴起，英国、法国、荷兰等新兴强国逐渐羽翼丰满，他们开始向海上扩张，对原有的海洋控制权划分格局发起挑战。1562年，英国的一位贵族对西班牙驻英大使说："教皇无权划分世界，也无权把国土随便送给他所喜欢的人。"

此后，欧洲各主要国家纷纷来到美洲建立自己的殖民地。葡萄牙抢占了巴西，西班牙征服了除巴西以外的拉丁美洲，法国和英国则瓜分了北美洲，其他一些殖民者也各有所得。

英国对殖民地的贸易采取了严格的限制措施。英国国会在17世纪30年代通过了一系列法规，杜绝外国人与殖民地人开展贸易。在内战中，这些规定起初并未得到执行。内战停止后，英国国会开始重申和加强其控制。为此，这些规定被编撰成新的法律——《贸易和航海条例》，该条例规定，凡殖民地的贸易，所用船只必须由英国人或者殖民者制造、拥有和指挥，船员也必须至少有3/4是英国人或者殖民地的人。其他国家和殖民地进行的贸易都要由英帝国操办。某些殖民地商品只能出口到英国，例如大米、蜂蜜、糖、棉花和海军补给品等。

英国不允许美洲殖民地设立银行或发行货币。美洲殖民地人民起初只能以物易物，十分不方便。至1652年，他们开始私自发行货币，称为PINE TREE SHILLING，是北美第一种钱币。1690年，他们更自行发行BILLS OF CREDIT

（即纸币的前身）。至1723年，多处殖民地已经自行发行纸币，之后被英国政府立法禁止。这也成为殖民地与英国交恶的原因之一。

1848年1月4日，人们在美国西海岸旧金山的一个锯木场的水渠里，意外地发现了黄金，从此大量的淘金者云集于加州。1848～1851年，美国的金币铸造增加了20倍；1851～1855年，美国的黄金年产量占全世界的45%，成为世界上最大的产金国。一时间，人们心中的美国“遍地有黄金”，因为起初金沙在地表层，确实只要用一个普通的洗脸盆，就可以从沙里淘洗出黄金来。直至今天，美国的黄金产量仍占世界第二位。

第4章 中国与幸运擦肩而过

第1节 谁让郑和抛锚

哥伦布、麦哲伦等人的船队与之前60年浩浩荡荡的明朝郑和船队相比，不过是小舢板而已。但是，100年以后，中国的力量却从海上消失了。中国错过了命运之神。

谁让郑和抛了锚？

答案是：领先世界的中国古典货币制度。中国古典货币制度是如此完善，当代货币体系简直就是它的翻版。也因为其太先进了，所以根本不需要去顾虑币材不足的问题。“天朝泱泱，奄有其物”并非妄自尊大，而是那时中国的真实写照。

郑和下西洋

中国不需要去追逐新大陆的黄金和白银，于是郑和船队一路播撒友谊的花朵。最终，显示天朝抚有四海的这种脆弱的理由，使得郑和船队在朝廷中站不住脚。郑和珍贵的航海资料也被明朝几个忠诚而迂腐的大臣付之一炬。

但是，中国古典货币制度本身并没有过错。相反，在今天这个时刻，它将焕发新的生命。

第2节 中国古典货币制度：让历史告诉未来

作为统一而不是分裂的国家，中国很早就出现了以国家权威为保证的不足值货币——信用货币。

据《国语·周语下》记载，公元前524年，周景王拟铸大钱来代替在流通中的较小货币。这里所说的大钱，就是不足值货币，它的价值是由周王的国家权威来保证的。

秦运用政权的力量，在《金布律》中用法律的形式强行规定，无论是政府或私人，都不准在货币的质量上进行选择。“官府受钱者，千钱一畚，以丞、令印印。不盈千者，亦封印之。钱善(与)不善，杂实之。出钱，献封丞、令，乃发用之。百姓市用钱，美恶杂之，勿敢异。金布”。“贾市居列者及官府之吏，毋敢择行钱、布；择行钱、布者，列伍长弗告，吏循之不谨，皆有(罪)。金布”。这里强烈地体现了国家权威的意志。

唐代使的“实钱”、“虚钱”概念，是指流通中足值铜钱与不足值的虚价铜钱。宋代产生了纸币，从此以后，人们运用虚实概念解释货币流通现象，大多是以纸币为“虚”。大凡宋元人言虚实相权，目的皆为了强调纸币应可以兑换足值货币。到了清代，人们综合宋代纸币作为信用货币并不需要十足准备金和元代不兑换的纯纸币流通的经验，包世臣、王茂荫提出了纸币流通的“以实驭虚”、“以实运虚”原则。

在中国漫长的帝国统治时代中，都是以国家铸币为主，只有在汉朝早期，才允许私人铸币。

这是由大一统的国家形态所决定的。

中国对于不足值货币，形成了一整套完整的调控政策。它是当代货币调控制度及收入分配制度的前身。这也使得中国不存在欧洲那样的币材缺乏问题。中国有足够成熟的调控手段，保证经济增长所需的货币供给充足。

中国一直就有货币如流水般循环流动的认识。中国古代的货币也叫泉币。周朝时就设了掌管货币的机构，叫泉府。

在“货币究竟是不是财富”的问题上，中国古代就有清楚的认识：

春秋时期管仲认为，“珠、玉，饥不能食，寒不能衣，费多而益少，故为末用也”。指出国家对于财富的态度及其后果，“王主积于民，霸主积于将战士，衰主积于贵人，亡主积于妇女珠玉”。❶

同时，对于财富的统计，管仲认为，“行其山泽，观其桑麻，计其六畜之产，而贫富之国可知也”。“山泽虽广、草木毋禁，壤地虽肥、桑麻毋数，荐草虽多、六畜有征，闭货之门也”。❷

管仲特别指出：“时货不遂，金玉虽多，谓之贫国也。”❸

上面这句话中，“时货不遂”，意思是“当时货物没有增加”；“金玉虽多”，意思是“虽然货币很多”；整句话的意思是说：如果用以供给生产和消费的货物没有增加，则一个国家虽然货币很多，也只能算是一个穷国。

管仲一直对于金钱表示的价格非常轻蔑。他说：“衡无数。”❹意思是说，金钱的价格是不确定的。因此，管仲的理论很大的特点就是操纵价格来达到目的。这本身给了管仲在金钱面纱下根据实物财富而不是根据短暂的金钱价格来判断物品价值的需要。

中国古代对于金钱无用性的认识已经远远超越了对黄金白银疯狂追捧的欧洲的重商主义；中国古代对金钱重要作用的认识，又把否定货币重要性的欧洲重农主义及之后的西方经济学远远地甩在了后面。

管仲虽然认为货币本身并不是财富，但却认识到货币在财富创造和分配中的重要作用。

管仲认为，“以珠玉为上币，以黄金为中币，以刀布为下币。三币握之则非有补于暖也，食之则非有补于饱也，先王以守财物，以御民事，而平天下也”。❺

在这里管仲说得非常清楚，货币本身虽然不是财富，但是却可以用它来调

---

❶《管子·枢言》
❷《管子·八观》
❸《管子·八观》
❹《管子·轻重乙》
❺《管子·地数篇》

动天下的财富，以适当配置资源。因此，管仲在明确指出珠玉金银“饥不可食，寒不可衣”，强调“时货不遂，金玉虽多，谓之贫国”的同时，又直接表达了对珠玉金银的高度重视：“贱有实，敬无用，则人可型也。故贱粟米而敬珠玉，好礼乐而贱事业，本之始也。”

管仲同时注重对国计所需货币量的计算。《管子·山国轨》中记载，齐桓公问国家统计理财的方法，管仲回答说：“某乡田若干？人事之准若干？谷重若干？某县之人若干？田若干？币若干而中用？谷若干而中币？终岁度人食，其余若干？某乡女胜事者终岁绩，其功业若干？以功业直时而核算之，终岁，人已衣被之后，余衣若干？别群轨，相壤宜。”管仲计算并调控货币的办法是：“某乡田若干？食者若干？某乡之女事若干？余衣若干？余食若干？必得轨程。此谓之泰轨也。然后调立环乘之币”。

上面这段话明确地说明了当时是根据实物财富及其剩余的统计来全面计算货币发行的数量的。其方法的复杂和先进并不亚于英国古典经济学家威廉·配第的统计方法。

但是，管仲的货币计量理论远不止于此。管仲进一步通过货币与货物的互易来调控货币量的供给，从而实现货币的吞吐。这正是当代央行公开市场业务的前身。而事实上，美国1889年才开始提出脱离金本位（即不再以黄金的数量作为货币的总量标准），通过买卖农产品进行货币发放和回收，以使得货币量不是与金银而是与国家财富增长相适应的货币制度设想。这一设想后来促成了美国联邦储备制度。[1]

因此，比起配第的单纯计算货币总量的方法来，管仲的方法无疑要进步得多。

管仲关于公开市场以进行货币吞吐的具体措施如下：

“田轨之有余于其人食者，谨置公币焉。大家众，小家寡。山田、间田，曰终岁其食不足于其人若干，则置公币焉，以满其准。重岁，丰年，五谷登。谓高田之萌曰：‘吾所寄币于子者若干？乡谷之木广若干？请为子什减三。’谷为上，币为下。”[1]

[1] 本书第2部分第5章

这段话谈到了国家通过核算后，吞吐谷物、布帛等财富来供应货币。“谷为上，币为下”，意思是说，国家通过收购谷物到国库而发行货币到民间。

管仲还清晰地说明了货币调控的原则：

“国币之九在上，一在下，币重而万物轻。敛万物，应之以币。币在下，万物皆在上。万物重十倍。”❶

这个原则与当代公开市场业务的原理并无二致。即如果国家卖出库存大量收回货币（上），则物价将会下跌；而国家大量买进产品，则会扩张货币到民间（下），则物价将会上涨。

由此还可以推论：不管是通过什么方式，如果国家收入国库的货币过多，则将导致“国币在上”，物价萎靡，经济萎缩。它很好地解释了这么一个现象：国家的巨额利润收入并不一定意味着经济的蓬勃发展，相反，却可能致使经济低迷。

管仲也非常清楚地阐述了货币调控的目标在于控制物价。这就比单纯依靠一揽子商品担保来发钞的美联储前身的那种制度要合理多了。❸前者能保持国家物价稳定，而后者却只会导致经济大起大落。

管仲还说明了货币储藏对于货币循环的危害。管仲说：“民人所食，人有若干步亩之数矣，计本量委则足矣。然而民有饥饿不食者何也？谷有所藏也。人君铸钱立币，民庶之通施也。人有若干百千之数矣。然而人事不及、用不足者何也？利有所并藏也。然则人君非能散积聚，钧羡不足，分并财利而调民事也，则君虽强本趣耕，而自以为铸币而无已，乃今使民下相役尔，恶能以为治乎？”❹

这里管仲谈到了两个藏。一个是以谷物为代表的实物财富的储藏，一个是追逐利润的货币储藏。管仲指出，在实物及货币退出流通大量进入储藏之后，国家（人君）往往会增加货币供给（自以为铸币而无已），从而导致更深的经济危机出现。

---

❶《管子·山国轨》

❷《管子·山国轨》

❸本书第2部分第5章

❹《管子·国蓄》

寥寥数语，揭示了当今经济危机之实质，点出了通货膨胀与通货紧缩交替出现的原理——由于储藏，导致流通货币不足，经济萎缩——国家强行增加货币供应——货币总量过大，又为将来的通货膨胀埋下隐患。

在正确认识宏观经济的前提下，管仲从理论上和实践上提出了系统的积极财政政策。在《乘马数》中，管仲说：

“人君之守高下，岁藏三分，十年则必有三年之余。若岁凶旱水泆，民失本，则修宫室台榭，以前无狗后无彘者为庸。故修宫室台榭，非丽其乐也，以平国策也。”

在《侈靡》中，管仲说：“市也者，劝也。劝者，所以起。本善而末事起。不侈，本事不得立。”

在这里，管仲首先提出了国家储备的思想，然后提出在遇到凶旱等危机导致经济萧条时，国家应修筑宫室台榭，雇佣差役，以增加就业，刺激经济。管仲非常明确地强调，这种方法不是为了“丽乐”，而是为了“平国策”。所以他对积极财政政策的原理及后果是非常清楚的。

管仲平国策的财政政策非常灵活。他不但采取政府修建公共工程的办法刺激需求，还直接向百姓分散货币，增加百姓收入。

桓公曰：“何谓藏于民?”管子曰：“请散桟台之钱，散诸城阳；鹿台之布，散诸济阴。君下令于百姓曰：‘民富君无与贫，民贫君无与富。故赋无钱布，府无藏财，货藏于民。”❶

但是管仲绝非执其一端。管仲的积极财政政策是为了“平国策”，但是他却非常清楚，侈靡不是目的，增加生产才是目的。因此管仲反对“平国策”以外的侈靡。

在《八观·第十三》中，管仲阐明了他衡量一个国家财富的标准以及对平国策目的以外的侈靡的看法。

“入国邑，视宫室，观车马衣服，而侈俭之国可知也。夫国城大而田野浅狭者，其野不足以养其民；城域大而百姓寡者，其民不足以守其城；宫营

❶《管子·山至数》

大而室屋寡者，其室不足以实其宫；室屋众而人徒寡者，其人不足以处其室；困仓寡而台榭繁者，其藏不足以共其费。故曰：主上无积而宫室美，氓家无积而衣服修。乘车者饰观望，步行者杂文采，本资少而末用多者，侈国之俗也。国侈则用费，用费则民贫，民贫则奸智生，奸智生则邪巧作。故奸邪之所生，生于匮不足；匮不足之所生，生于侈；侈之所生，生于无度。故曰：审度量，节衣服，俭财用，禁侈泰，为国之急也，不通于若计者，不可使用国。”

当代西方经济学有供给学派和需求学派之争，而这样的争执在管仲看来根本就不是一个问题。管仲衡量一个国家的财富时，使用的是供给学派的观点，以实物财富及其生产能力为准；而在调控国家经济平衡时，又同时调整供给和消费，特别注重通过货币调控平衡两者。

北宋交子

在本事（当时为农业）和末事（当时为商业）之间，管仲也做了精辟的论述，说如果农业发达，则工商业就会兴旺；如果工商业不兴旺，消费不足，则农业也不会发达。

当我们回顾中国古代这一系列货币调控方法时，活脱脱一个现代国家制度便展现在眼前。

一个由于货币调控手段落后，货币材料匮乏，被迫开拓新的疆域；一个由于货币调控手段先进，货币材料充足，因此能在固有体系内自我解决问题。中西方的货币发展走向了不同的方向。

第5章 从私人信用货币到中央银行

第1节 私人信用货币时代

一直到今天，还有很多人鼓吹取消中央银行，代之以私人银行发行信用货币。他们的理由是：国家代表掠夺和腐败，私人更加注重自己的信誉，因此私人发行信用货币更有利于保持币值和物价稳定。

历史上的确曾经有过这样的时代。这就是欧洲从足值货币制度到国家信用货币制度的过渡期。

随着欧洲经济的进一步发展，金匠法则在经济中进一步得到运用，以黄金白银作为准备金的商业银行出现。这些商业银行完全以自己的黄金白银为准备，以自己的信用为载体，承担起了发行纸币的职能。

欧洲纸币产生的历史比较晚，是由近代的商业银行发行的。据历史记载，最早的商业银行是意大利佛罗伦萨的巴尔迪银行，于1272年成立。而近代意义上的商业银行则是1587年成立的威尼斯银行。1609年，由荷兰商人成立的阿姆斯特丹汇兑银行为公众提供了“一种符合公共利益的法定货币”来取代价值成分杂乱(劣)的硬币，它并没有创造货币，只是一种完全信用体制，透支是被禁止的。

1716年成立的法国通用银行发行了大量纸币，并以平价收购金属货币，但是恶性的贬值使其4年之后便不再成为合法的支付手段。

1783年瑞士银行家在皇室的支持下发行了7000万利费的银行券，1787年高达1亿利费，结果也在1795年全面崩溃。

以上以黄金、白银为准备来供应国家所需要的货币的商业银行，无一例外都失败了。

现在我们回过头来，看看美国当时的金融业是一种什么状况。

美元纸币的产生是在欧洲的基础上进一步发展的结果。

美国独立战争以前，英国严格管制北美的货币发行，不允许北美各殖民地发行硬币和银行券，甚至不允许从英国进口硬币，使得北美殖民地处于长期的原始经济状态。在很长一段时间内，作为交易媒介的货币在北美非常稀缺。

1696 年，马塞诸塞州为了偿付战争债务而发行了信用券。随后，其他殖民地先后发明了为土地抵押发行纸币、为税收抵押发行纸币等方式。当时，各殖民地的货币都以英镑定值，比如纽约英镑、宾夕法尼亚英镑、马里兰英镑等。各殖民地之间的货币按市场汇率相互兑换。

美国独立以后，大陆议会于 1777 年 11 月 15 日通过《邦联条例》，规定各州和大陆议会均有权力发行货币。1775 年大陆议会为了筹集军费而发行大陆券。在最初发行的时候，1 元大陆券相当于 4.5 英国先令，但是在战争期间大陆券迅速贬值，到 1781 年其币值已经为零，遂被银行券取代。

1781 年春，英国海军占有绝对制海权，英国人几乎完全控制了以商贸为本的北美十三州的所有良港，把握了北美十三州的脉门。

美国大陆军队伍不足 4000 人，由于充当军饷的大陆币一文不值，已经有将近 1/10 的军队发动兵变。法国皇家军队的陆军中将罗尚博伯爵借给华盛顿 12 万里弗尔（银币）发军饷，对于稳定军心起了重要作用。

法国主导了美国独立战争。在关键的约克敦战役中，大陆军投入兵力约 9500 人，法国投入兵力约 18300 人。在海上，法国的 32 条战列舰相对于英国的 18 条战列舰占据了绝对优势。英军大陆火炮的数量仅占美法联军的 8%左右。

北美独立战争并不是一场孤立的战争，它是当时法英全球争霸战争中的一个战场。

1783 年，英、法、美三国签署《巴黎条约》，英国承认美国独立。1787 年春天在费城召开的制宪会议产生了一部新的宪法，以取代《邦联条例》。1789 年 3 月 4 日，该宪法被国会批准生效。根据该宪法，国会拥有“铸造货币，规定国币及外币之价格”的权力。各州将不再有权力发行本地货币，也不再拥有独立的货币政策。

需要注意的是，这里出现了美国以“西部土地”或者“未来税收”作为储

备发行的纸币，这就是本书下一节提出的，“以一揽子资本作为准备发行纸币”。而其后果必然走向本书下一节的预言：资本评估缺乏标准性，以及资本随着经济过热而膨胀、随着经济过冷而收缩的正反馈性，必将导致以此为准备的货币发行的崩溃。这其实与美国当前的次级债券危机的本质是一样的。❶

1791 年 3 月，国会授权成立美国第一银行。这虽然并不是一家真正意义上的“中央银行”，但是，它的成立却标志着政府与货币控制发生关系的开始。第一银行的三个基本特征是：财政资金的存放处；管理公共债务；私有的赢利性组织。其主要职能有：代理国库，发行基于商业信用的统一国家纸币，为政府提供信贷。这些角色为第一银行的成长和管理国家金融提供了充分的空间。作为国家财政资金的主要存放处，第一银行获得了至为关键的开展业务所需的资本金。通过管理公共债务，第一银行处在了在经济上统一美国的位置。最后，受北美银行成功的影响，第一银行吸收了大量的私人股东，同时，由于大量个人投资的存在，私有产权也提高了银行的经营效率。但是，第一银行不得“把增减纸币的发行作为稳定贸易的手段”。

第一银行的经营许可在 1811 年 3 月 4 日到期，由于公众认为其不过是享有政府权力寻租的商业银行，因此受到强烈反对而没有得到延期。

1812 年，英、美两国再度爆发战争。英国军队入侵美国海岸，焚毁了白宫和国会大厦。为了偿付战争债务，麦迪逊向国会提议，再度成立国民银行。这就是美国第二银行。第二银行仍然没有突破商业银行的框架。它的主要业务是作为财政部的财政代理，供应纸币和持有国家金属储备，以商业银行的身份从事经营。它还像私有公司一样发行票据。结果，第二银行的西部和南部地区分行没有负责地管好信贷，过多地发行了纸币，客户不得不到其他分行请求兑付贵金属货币。巨量的兑付请求耗尽了西部、南部分行以及其他分行的资源，第二银行被迫向欧洲银行告贷，致使债台高筑。之后安德鲁·杰克逊总统行使否决权，第二银行于 1836 年正式停业。

伴随着州银行发展的是联邦银行体系的衰弱，美国进入了“自由银行”时

---

❶ 次级债券：本书第 3 部分第 3 章

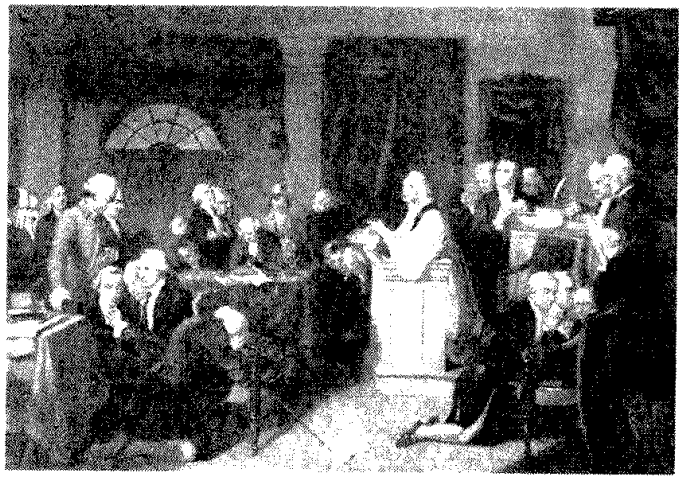
代。自由银行法允许有足够资金的任何人建立银行，提供银行服务。最低资本金一般要求为10万美元，此外没有任何其他要求。并且，各州的办理手续也大大简化。如此轻松即可创办银行，被称为“又一个独立宣言”。

此时美国国内的货币发行准备包括足值货币金银和一揽子资本。各个商业银行根据自己的货币发行准备来发行自己的货币，从而形成整个美国的货币供给。中央银行仅仅是名义上的，其发行货币同样要以足值货币或者一揽子资本做准备，因此与商业银行没有任何本质区别。

在硬币储备的货币发行机制下，当经济出现衰退的时候，商业银行就会压缩信贷以保护其硬币储备，从而更加剧了经济的衰退。[1] 在这种情况下，陆续爆发了一系列的银行危机。

这个时代是绝对自由的金融时代，可以说是今天许多主张取消中央银行的经济学者的最好研究对象。值得一提的是，美国第一、第二银行被反中央银行者认为是中央银行失败的例子，这是完全错误的。相反，它们恰恰是商业银行执行中央银行职能失败的例子。

事实证明，作为原始经济形态的分散的商业银行供币机制已经走到尽头，一种新的中央银行制度、以国家宏观经济参数为指标的调控体系即将建立。这就是发源于中国古典宏观货币调控制度的现代央行制度。



第一届大陆会议

[1] 商业银行发行货币引起经济正反馈：本书第2部分第5章第2节

第2节　为什么私人信用货币不稳定

只有在足值货币作为基础货币的情况下，才可能由商业银行发行钞票。如果基础货币是不足值货币，则会由于基础货币的发行没有数量保证而使银行发钞没有任何保证。

因此，如果一个国家没有中央银行，而仅仅依靠商业银行来完成货币供给，则其要么是以黄金等足值货币作为基础货币(如金本位)，要么是以外国的高信誉货币作为基础货币(如货币局制度[1])。

金本位的缺陷前面已经说过。足值货币的供应数量难以满足经济增长的需要，即便是其通过商业银行的货币乘数进行扩张，仍然无法比肩经济增长速度。同时，经济结构的调整也难以用足值货币来完成。

有人主张，商业银行可以不用足值货币作为准备金，可以用一揽子资产作为担保来发行钞票。

这种主张看似新鲜，实际上就是本书前面所讲的那个老掉牙的故事。

以单一足值货币作为准备金，足值货币起的是货币本位的标尺作用；以一揽子资产作为准备金，不过是把所有实物都作为实物货币的原始经济而已。多种实物货币之间的比价时常变动，而没有一个统一的本位货币，就必然缺乏价值标尺来衡量一揽子商品的价值，也就无法作为商业银行发行钞票的基准。

其次，实物的价格，也并不是统一的。不同的人对同样的实物可以给出不同的估价。因此，一揽子商品难以有公认的统一价值，不能作为商业银行发行钞票的基准。

事实上，1907年美国发生大规模金融危机，就是其银行以一揽子资产为担保发行钞票导致的。

但是，本书说商业银行不能以一揽子商品做担保来发行钞票，并不是说

[1] 货币局制度：本书第6部分第4章第5节

中央银行不能以一揽子商品做担保来发行钞票。中央银行正是以一揽子商品做担保来发行基础货币，然后各商业银行以获得的基础货币为担保进行货币扩充的。

不过，对中央银行来说，精确估计一揽子商品的价值意义不大。因为央行发行的基础货币就是价值标准，它不需要担心持有钞票的人向自己索取被担保的物品——即使被担保物品不够索取价值，央行也可以继续印钞票，或发行央行票据来支付不足部分，让索取人凭借钞票向社会购买物品来得到弥补。所以，央行虽然使用担保，但并不会出现挤兑现象，因此不会出现商业银行那样因为挤兑而导致的金融危机。对于央行来说，如果持钞者挤兑，那也是持钞者大量用钞票在社会中换成实物财富造成通货膨胀，而不是央行没有偿还能力。

再次，商业银行与中央银行的货币政策目标不一样，在很多情况下甚至相反。中央银行必须关注整个国家的实物财富运行，确保国家的实物物价保持一定的稳定性。而商业银行则关注自己的信贷安全。在经济膨胀的情况下，商业银行抵押的资产利润率提高，抵押资产的价值相应提高，则商业银行将扩张信贷，造成经济加剧过热；在经济紧缩的情况下，商业银行抵押的资产利润率降低，抵押资产的价值相应降低，则商业银行将被迫紧缩信贷，造成经济加剧过冷。这样，商业银行的经济正反馈就加大了经济的波动。而中央银行的操作方式则相反：在经济过热的时候，中央银行应当紧缩基础货币供给，以控制经济过热；在经济过冷的时候，中央银行应当扩张基础货币供给，以刺激经济。这样，中央银行的行为就形成了经济的负反馈，以稳定经济。

商业银行的实物抵押信贷仅仅是微观层次的安全保证，在经济没有出现宏观系统性风险时才有意义。一旦整个宏观经济出现过冷或者过热，则被抵押的实物价值就会发生变化，从而导致抵押失去安全性。特别是被抵押实物价值的变化会在商业银行微观信贷安全的假象下引起信贷变化，这种信贷变化往往会扩大宏观系统性风险，从而引起整个经济的正反馈，直到最后商业银行的微观信贷安全崩溃。此即金融危机。

金融资产的微观定价是静态的,[1]而宏观经济下的金融则是动态的。单个个体的操作安全并不意味着所有个体的操作同样也是安全的。这也是美国当前的次级债券出现问题的原因所在，当然也是金融资产定价的问题所在。对此，本书在“金融武器”一章中会详细阐述。

由上我们可以判断：担保信贷仅仅可以在宏观经济形势不变的情况下保证发放信贷者的个体资金安全，而与宏观经济安全无关。即便所有资金都是通过严格审查的担保进行信贷发放的，但发放的资金总量同样既可能造成经济过冷，也可能造成经济过热，从而导致宏观经济形势的变化，反过来又威胁到发放信贷者个体的资金安全。

而中央银行并不立足于自己的微观兑现安全，而是根据全社会的经济情况确定货币总量或者物价目标，从而有效地控制经济的过冷或过热。

因此，缺乏中央银行的商业银行体系没有能力完成稳定经济的任务。相反，它们只可能加大经济的波动。

央行发行基础货币的担保过程仅仅是在微观上保证资金的安全，而不是宏观上控制货币总量的根本手段。央行是通过再贴现利率调整和公开市场业务来控制货币总量的。保证货币总量与整个国民经济实物总量的恰当配合，这才是央行实施货币控制的根本目的。

所以，不以足值货币为准备金的商业银行发钞是行不通的。

第3节　从金本位到美联储

本章第1节讲述了美国的私人信用货币体系。对于美国的货币体系来说，要么选择金本位，要么选择中央银行。

美国联邦储备银行的发展，完完全全展示了从足值货币体系向现代信用货币体系的转化过程。

为了稳定货币，美国决定采取金本位制度。但是美国忽略了一点：它当时

[1] 金融资产微观定价：本书第3部分第2章第3节、第5节、第6节

的黄金存量并不足以支撑金本位制度。

虽然1851～1855年美国的年黄金产量占全世界的45%，成为世界上最大的产金国，但在美国内战期间，这些黄金大都成为美国购买武器物资的支出流出了美国。黄金的不足迫使美国恢复金银复本位制度，即黄金和白银同时作为货币流通。这事实上是说，美国倒退回了1717年前欧洲的状态。❶

南北战争逼迫美国迈出了突破金本位的重要一步。

南北战争之初，美国有1600多家州立私有商业银行，共发行了7000多种价值相殊、式样繁多的银行券。但是，美国国库总共只有不到200万美元的黄金储备。根据财政部长蔡斯的保守估计，即使战争很快结束，联邦政府也要花费约3.2亿美元。然而，在贵金属本位制度下，1846年的《独立国库法》规定，政府财政只能收支黄金，不得接收或支出价值极其不稳定的州银行券。

为了解决战争经费急需，美国政府被迫突破货币发行的贵金属储备机制。1862年2月国会通过《法币法》，授权蔡斯发行1.5亿美元无息且不可兑赎金银硬币的绿背纸币。《法币法》规定，绿背纸币除了不可支付关税和政府债券利息外，可支付一切公私债务，包括政府其他税收。1862～1864年，为支付战争费用，联邦政府三次发行这种无硬币支持的信用货币，总额是4.5亿美元，几乎占全部流通货币的一半。❷大规模的货币扩张使得1861～1864年间美国的物价上涨了74%。

不过，美国人并没有意识到这是货币制度的革新。相反，蔡斯、谢尔曼等共和党人把发行政府信用货币看做是不得已的权宜之计，计划战争结束后立即收回绿背纸币，用新建的国民银行体系所发行的纸币取而代之，作为全国的统一通货。1875年1月4日，共和党任期将满的国会又进一步通过了《恢复硬币支付法》。该法包括三个重要规定：第一，取消3亿美元的国民银行券的限额，允许各国民银行根据需要发行纸币。第二，将增加国民银行纸币的发行与按比例撤回绿背纸币相结合，即每发行100美元国民银行纸币，财政部则撤回80元

---

❶ 1717年英国首先废除金银复本位，实行金本位

❷ Bray Hammond, Sovereignty and an Empty Purse: Banks and Politics in the Civil War, Princeton, 1970, P165-229

绿背纸币。第三，为确保尚未撤回的绿背纸币的安全性和可接受性，授权财政部于1879年1月1日起，以每盎司黄金20美元的战前平价兑赎绿背纸币，这就是所谓的恢复硬币支付。[1]这样，美国的货币体系就回到了战前状态。

1873年美国通过铸币法，决定不再铸造银元，银只被用来铸造辅币，这标志着美国恢复了金本位制度。但是，单一金本位制度的采用减少了美国的基础货币。从1874~1896年，美国的物价一直下降，因此这段时间被经济史学家称为“萧条时期”。国会和行政部门被迫向恢复金银复本位制度的要求让步。1878年的布兰德－阿利森法实际上就是对此的妥协。

但金银复本位货币制度对美国来说无异于饮鸩止渴。因为全世界的白银供给速度远远高于黄金，白银相对黄金不断贬值。金银复本位货币制度的采用促使其他国家不断拿白银来套换美国的黄金，致使美国财政部的黄金更加迅速地流失。[2]

于是，美国不得不废除金银复本位货币制。1900年，美国正式通过了《金本位法》，确认黄金为唯一的货币。同时，美国采取了另一种方法来弥补黄金不足，这就是用一般资产担保来发行纸币。但这只能是权宜之计。黄金作为足值货币，其价格水平与一般资产基本上同向变动，而金本位下纸币与黄金又要保持固定比率兑换，这必然导致以下后果：在通货膨胀时，人们不断使用纸币来兑换黄金；在通货紧缩时，人们不断用黄金来兑换纸币。结果，一般资产担保的货币扩张并不能真正起到货币扩张作用，其本质上仍然是金本位。

虽然美国金本位制和以一般资产担保的货币发行同时存在并不能解决金本位制所导致的货币紧缩问题，但以一般资产担保货币发行的思想和具体实践则体现了其货币调控思想的萌芽。第一次世界大战结束之后的1934年，美国采用了有限的金本位制，尽管美元和黄金仍然有官定的比价(35美元兑换一盎司黄金)，但只是美国财政部按照这一比率和中央银行交易，私人交易者已经无法直接兑换黄金。这样，美国摆脱金本位制，废除黄金与纸币按

---

[1] Irwin Unger,The Greenback Era:A Social and Political History of American Finance,1865~1879,Princeton 1964. P254，P255

[2] 复本位制的套利原理：本书第2部分第1章第4节、第5部分第2章

固定比率自由兑换后，一揽子资产作为货币发行储备、以宏观经济指标作为调整目标的美联储制度才真正建立。

第一次世界大战后，美国控制了世界上 1/3 的黄金。由于美国拒绝美元与黄金的自由兑换，黄金被牢牢控制在美国手里。英国等国家的黄金严重不足，这就逼迫英国再度废除了金本位货币制度。❶

美国实行一揽子资产储备制度，既具有历史渊源，又是现实的需要。

从现实来看，19 世纪 50 年代前，美国农业已经开始由自然经济向商品经济过渡。美国内战结束后，其农业进入了长达 30 年的萧条时期。谷物、小麦价格年复一年的下降。农民认为价格下降是由于货币量不足引起的，因此呼吁联邦政府积极干预货币银行体系。例如凯洛格认为，不应当通过纸币与金银硬币的对赎机制来限定货币供给量，货币的价值与金银硬币储量之间并没有固定的联系。❷

由此可以看出，西方国家中，美国率先注意到纸币价值可以与贵金属无关，而贵金属价值又与实物经济总量没有必然联系，由此引发了纸币与金银脱钩的设想，即废除纸币与贵金属按固定比例兑换。

1886 年 8 月，农民同盟在得克萨斯州的克莱伯恩召开全国性会议，要求从根本上进行货币改革。农民同盟要求停止价格紧缩，放弃金本位，由财政部发行适应季节信贷需求变化的供给具有弹性的法币。

1889 年，在圣路易斯同盟大会上，麦丘恩提出了他的货币改革计划。具体措施是：美国财政部在每个县建立联邦仓库和谷物输送设备，以储藏大量农产品。这些数量逾千的仓库可作为货币创造的阀门。农民可将自己的谷物和棉花存储在仓库中作为抵押，或以土地作价抵押，从而获得利息为 1%～2%的贷款。财政部支付给农民法币，即由政府印制的作为国家通货的美元。由此政府就创造了货币并投入流通。当农民出售农产品归还贷款后，通货就回流到财政部，从流通货币供给中退出来。

---

❶ 本书第 5 部分第 4 章

❷ 陈明：《美国联邦储备体系的历史渊源》，中国社会科学出版社 2003 年版，P95

这样，财政部发行政府法币代替私人银行券流通，而私人银行将从货币发行和信贷供给管理领域中退出。

特别值得注意的是，美国1889年的货币改革计划是以政府买卖农产品实物的方式来进行货币吞吐，而不是以债券等有价证券的买卖进行吞吐。这与中国春秋战国时的货币调控从对象到手段都是完全一样的。

但这里还是有着不同的地方，就是中国古代的货币调控目标始终放在物价水平上，因此叫做“常平法”。这跟当代中央银行的任务目标是相同的。

美国1889年的货币改革计划把担保发钞的微观安全与宏观经济安全相混淆，犯了单纯依靠一般资产担保发行信用货币的错误。这在经济膨胀的时候必然会导致滥发钞票，加剧通货膨胀，消耗黄金储备。事实上，1907年美国便发生了大规模通货膨胀和通货紧缩的金融危机。沃伯格认为，给予每个银行以其一般资产为担保发行货币的权力不是解决问题的办法。而建立中央银行，在秋季农产品转输时才能逐步地扩张通货发行，同时还能对国内和国际经济行为施加影响。认为这样的中央银行将使得美国成为“一个现代的和完全文明的国度”。

当时的美国，有很多商业银行家反对设立中央银行。他们认为，商业银行发行钞票体现了真正的市场经济，而中央银行发行钞票则是政府权力对公民权利的粗暴干涉。如前指出，他们无疑混淆了中央银行与商业银行的区别。有趣的是，一直到今天，特别是以芝加哥学派为代表的新自由主义者，还在认定不需要中央银行，只要商业银行发行钞票，就能保证整个国家的经济保持稳定。这显然也是犯了把微观安全和宏观安全混为一谈的错误。

1908年5月，美国国会通过《奥德利奇－弗里兰货币法》，其中要求成立一个国家货币委员会来调查货币系统，并且给出改革建议。这个委员会最终给出了23份研究报告以及1卷最终的建议。这些研究报告纷纷指出，美国金融系统需要一个最后借款人（a lender of last resort）。建议书中则提出了明确的立法建议。1912年，委员会向国会提交了它的报告。

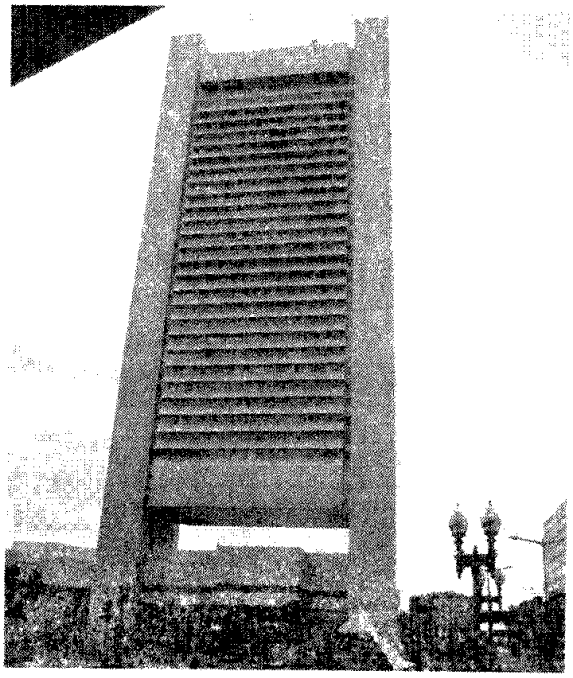
1913年12月23日，国会通过了《联邦储备法案》，其中的基本内容大致

采纳了委员会提出的建议，按照“常平”原理，制定了通过存储实物经济中的票据来吞吐货币的法案。

这个法案为了应对银行危机，提出创造一种新形式的货币，联邦储备券，即美元，它能被快速发行以满足对流动性的要求，只要商业银行以不同形式的银行资产作为担保，联储就能向它发放贷款。这些“合格证券”（eligible securities）包括了大部分的银行资产，但是排除了投机性投资，比如店头垫款（call loan），这是为了鼓励银行多投资于有真实票据保证的短期的能够自我保持流动性的资产。联储可以在公开市场上买入国债，然后以国债为准备发行联储券。当时，这一点可能还没有被人们意识到：公开市场业务是货币扩张的主要途径。

当联储有黄金保证时，联储券也能被创造出来。当时美国还不敢完全脱离金本位，所以法案要求，发行联储券至少要有40%的黄金储备。残存的金本位制度必然带来货币体系的扭曲，但是美国现代央行的雏形已经出现，只需要等待一场挤兑黄金的危机来迫使其放弃最后的金本位残余了。

《联邦储备法案》要建立的是一家银行的银行，联储不能向私有企业或个人发放贷款，这使它超脱商业银行的职能，避免了商业利益和国家利益之冲突，从而没有重蹈第二银行的覆辙。更重要的是，《联邦储备法案》没有规定联储的授权到期日。



美联储大楼

联储的形式当时是前所未有的，既不同于美国的第一银行和第二银行，也不同于欧洲模式。这一形式是把全国分成12个联邦储备区，成员银行必须把储备放在本储备区的联储分行；理事会（board of governors）实施监督职能。联储同时也有监督职能，它能要求成员银行满足储备要求和其他规定。这等于在现有的银行监管体系（当时美国银行分为国民银行和州立银行）的上方又加了一层。

第4节　美联储是私人的吗

中央银行和政府的关系，是很多人包括学习经济的人所一直迷惑的。很多人知道历史上或者今天的许多国家和地区的钞票是由私人银行发行的，于是就以为私人发行钞票的本质是私人信用而没有国家信用。他们不了解，私人银行发行钞票之背后有着国家制衡机制，这就导致了人们对中央银行的很多误解。

除了美联储这种央行体制，世界上还有其他央行体制，例如欧盟的中央银行体制和中国香港地区的货币局制度。但是这些制度都与美联储制度在原理上具有相通之处，[1]所以这里重点介绍美联储。

自有央行体制以来，中央银行独立的呼声一年强似一年。但究竟怎么个独立法，哪些要独立，一问到细处，就知者寥寥了。

说起中央银行的独立，可以追溯到王安石变法时的青苗法和常平法。罗斯福执政期间，曾派副总统华莱士来中国，搜集有关中国古代宏观经济调控的资料，以为罗斯福新政做借鉴。其中有一部分相当重要的资料，就是关于王安石变法的内容。

王安石变法前，大宋有常平法，即常平仓负责吞吐货物来稳定社会物价。其不以赢利为目的，作用类似中央银行。王安石变法后设置了青苗法，通过向农民发放信贷来控制春秋不同季节的货币投放总量，并允许获取利润以作实施青苗法吏人的餐钱，其作用类似商业银行。青苗法和常平法本应由两个相互独立的机构实施，而不能由一个机构实施。因为青苗法本身有赢利性质，而常平法却无赢利性质。两者共为一个机构的职能，势必成为寻租之牺牲品，从而无法执行常平的职能。而王安石公然允许以青苗法的收益添支吏人餐钱，则吏人必定运用常平之力量，增大价格波动，并运用青苗法获取暴利。

中央银行与政府的关系也是如此。中央银行的职责是维持社会物价稳

---

[1] 见本书第6部分第2章、第4章第5节

定，不以赢利为目的。而政府则要解决财政支出，具有赢利动机。如果政府执行中央银行的职能，则政府将成为金融市场上最大的庄家，政府通过操纵物价波动，可以获得高额利润，从而破坏国家的经济稳定。

但问题随即就来了：如果中央银行独立，那么发钞收益归谁？谁决定发钞？美国第一、第二银行就在这上面栽了跟斗。美国联邦银行如果不能突破这个框架，生存机会必然渺茫。

因此，“美国联邦储备银行”注定要成为一个照顾各方面利益的妥协方案。

由于对政府权力的深恶痛绝，政府发行钞票的职能被废止。

政府不能发行钞票，唯一的选择就是商业银行发行钞票。但正如前所说，商业银行发行钞票，要么采取金本位，要么必将出现一揽子资本本位下的经济正反馈波动。

“美联储”正是为解决金本位下黄金供应不足问题而被提上案头的，当然不能走回头路。

格拉斯所提的方案巧妙地解决了这个问题：几大商业银行共同出资组建美联储，由它来发行钞票，美联储收益超过5%部分上缴财政部。

如果美联储发钞收益上缴财政部，那么商业银行就没有盲目发行钞票来获得铸币税的动机，货币的扩张就失去了动力。虽然美联储的股份为私人所有，但也不能直接从美联储发钞中获得利益。这样，美联储就成了一个不折不扣的非赢利机构。

政府虽然没有发钞权，但是在当时的总统威尔逊的争取下，仍获得了发行国债的借债权。由于美联储的公开市场操作，最后大量国债都进入了美联储手中。截止2004年6月，美联储手里的国债达到1.224万亿美元，而2004年美国的狭义货币才1.318万亿美元，基础货币数量自然更少。

无疑，在人们的头脑中，政府的巨额赤字是十分可怕的现象，甚至“政府破产”、“国家崩溃”等字眼在人们头脑中挥之不去。不过事实是，美国经济现在运行得还可以。那么，这是潜伏在美国经济内部的一颗炸弹吗？

其实，以上的恐怖数据仅仅是表面上的。如果深入美联储的运作过程我们

就会知道，真相完全不是这样。

下面，我们对美联储的股份、组织结构和运作流程做一个详细的介绍。

1. 组织架构

（1） 美国联邦储备委员会

美国联邦储备委员会是美联储的最高决策机构。其所有成员均为政府工作人员，而不是私人银行家。它由 7 名委员组成，由总统商得参议院同意后任命，任期 14 年。同一联邦储备区域不能产生 2 个委员。美国总统有权在 7 名委员中任命正、副主席，正、副主席任期 4 年。委员采取均匀分步卸任的办法，每 2 年任满 1 名，这样能保证委员会不受总统意志的干扰。

联邦储备委员会直接对国会负责。

在格拉斯较早的方案中，联邦储备委员会中有少数经由成员银行选举产生的代表，若被威尔逊总统坚决否决。威尔逊认同“政府的政策与金融家以及大企业愿望的冲突是不可调和的”。[1] 他质问银行家们：“你们中间有哪位先生能告诉我，世界上有哪一个文明国家曾让私人利益代表参加重要的政府控制委员会?”[2]

不过，为了抚慰银行家，威尔逊建议建立由银行家组成的联邦顾问委员会，作为联邦储备委员会的政策咨询机构。

（2） 联邦公开市场委员会

联邦公开市场委员会由 12 名委员组成。联邦储备委员会 7 名成员和纽约联邦储备银行行长是当然成员，其余 4 名委员由 11 个联邦储备银行的行长轮流担任。委员会主要负责公开市场业务的决策。

（3）联邦储备银行

联邦储备银行是执行联邦储备委员会命令的工具。

联邦储备委员会将全国分成 12 个区，每区设立一个联邦储备银行。所有国民银行都需交纳一定资金，作为认购本地区联邦储备银行的股本，

[1] Greider, Secrets of the Temple, P277

[2] Link, The Papers of Woodrow Wilson, vol.27, P559

成为会员银行。但是这并不意味着联邦储备银行为私人所有。因为联邦储备银行虽具有发行联邦储备券（即美元）的权力，但收益超过5%的部分必须以税收形式上缴财政部。换句话说，任何会员银行都不要指望利用联邦储备银行的股本获得暴利，所有的收益，包括发钞收益，都要收归国库。

联邦储备银行负责为会员银行保存存款准备金（该项准备金无利息），通过公开市场业务买卖贴现商业票据和发行钞票（联邦储备券）。钞票的发行，要求有黄金券、政府债券和其他特定资产等担保品。

由于各地货币供给的情况不一样，所以各区储备银行可以实行不同的贴现率，执行不同的货币政策，以确保本地区的货币稳定。

由于联邦储备银行执行政府职能，其收益也为政府所得，因此其理事会人员的设立也反映了专业人员和公共利益结合的特征。

《联邦储备法》规定，在各联邦储备银行设立由9人组成的理事会。为防止大银行主宰小银行和确保小银行在联邦储备银行理事会的代表性，各联邦储备银行将本地区所有成员银行分为大、中、小三类，每组选出A类理事（要求为银行家）1人，B类理事（与任何商业银行无关系，从事农、工、商企业的人士）1人。C类理事（不能与任何商业银行有关系）由联邦储备委员会任命，并任命C类理事中的1人为联邦储备银行理事会主席。

2. 运行机制

威尔逊总统在谈及政府是否发行纸币时说，这些通货即使不是政府纸币，也应使它成为政府负债。并且他对反对政府发行纸币的格拉斯说了一句很有意思的话："政府负债仅仅是一种想法。如果我们得到了事情的实质而给予其他人一个模糊的影子，如果这样做能拯救我们的方案，何乐而不为呢？"这句话表面上是在安抚主张私人银行发行纸币的格拉斯，嘲弄要求政府控制纸币发行的布赖恩，事实上，威尔逊在政府负债的名义下，不露声色地完成了政府发行纸币问题上的暗度陈仓。

理解联邦储备制度，最重要的一点，就是要把联邦储备银行的收益上缴财政部与政府负债两者结合起来看。换句话说，这两者的结合使得政府实际上有能力发行货币，完成国债与货币的互换。

很多人认为联邦储备委员会及其银行独立于政府或者财政部，并且由于剥夺了财政部发钞的权力，所以能阻止财政支出。这种看法是错误的。

政府的财政存款存放在美联储，可以防止财政部利用国库资金储蓄来要挟商业银行，施加不正当的金融压力，从而扰乱金融秩序；防止财政部与其他机构直接发生联系，导致权力腐败。

对于经国会批准、按照正式法律程序执行的财政支出，联邦储备委员会将会给予配合，调控货币市场，以适应这种财政支出。

1913～1978年期间，财政部可以直接从联邦储备银行取得50亿美元以下的借款。1979年《联邦储备法修正案》完全禁止联邦储备银行直接购入财政债券。该修正案明确规定，联邦储备银行只能在公开市场上间接地买卖财政债券。

但是，这并不意味着政府与联邦储备银行不再发生关系，完全由联邦储备银行掌握发钞权。

在美国，政府扩大支出时会发行国债。然后由联邦储备银行买进国债，发出联邦储备券（即美元）。联邦储备银行现在持有国债，获得国债利息。但是，由于联邦储备银行收益超过5%的部分都要上缴财政，所以这部分国债利息直接冲抵上缴收益，并不构成利息负担，而此时钞票却已经发行在外。

换句话说，整个程序就是：政府向私人借债，借得的资金用于政府支出，随后私人凭借债券及利息向联邦储备银行兑换美元。联邦储备银行支付美元获得政府债券，通过利息冲抵，实际上解除了财政部的偿还义务。《美国联邦政府预算管理——2001年财政年度》第二十八章“美联储对预算的影响”中谈到，“美联储收取的部分属于财政部净利息支出的一部分，但实际上所有这些利息又流回了财政部”。

由此，美国政府完成了发钞的全过程。

所以美国的货币发行非常隐蔽。美国政府向公众发行债券时，好像是等价交换，给了公众付息债券。然后公众持债券向联邦储备银行兑换成美元，一进一出抵平，还另外获得了利息。但实际上，联邦储备银行在买进债券的过程中

就已经完成了货币的投放，而使用这笔货币的，正好是政府。

政府先使用钞票，美联储根据经济情况，独立确定什么时候兑付、如何兑付。这就是美国国债与钞票之间的暗箱转化。

不过，在美联储还保留金本位残余的情况下，以上的货币扩张措施都将受到金本位的制约。纸币与黄金的复本位制度在纸币扩张速度大于黄金的情况下，必然导致纸币相对贬值，政府手里的黄金大量流失，纸币回到政府手中，从而失去货币扩张的能力。

无论如何，美联储已经建立起了组织机构的基本框架和运作机制，剩下的事情只有一个：彻底废除金本位制度。

第 5 节　政府可以发钞票吗

了解了美国联邦储备体系的运行原理后，我们就很容易理解美国的财政支出了。

美国用于财政支出的货币来源，除了正常的税收收入外，还包括与经济增长相适应的货币增发。由于美国的财政支出主要用于公共福利，因此政府增发的这部分货币实际上是直接进入消费渠道的。

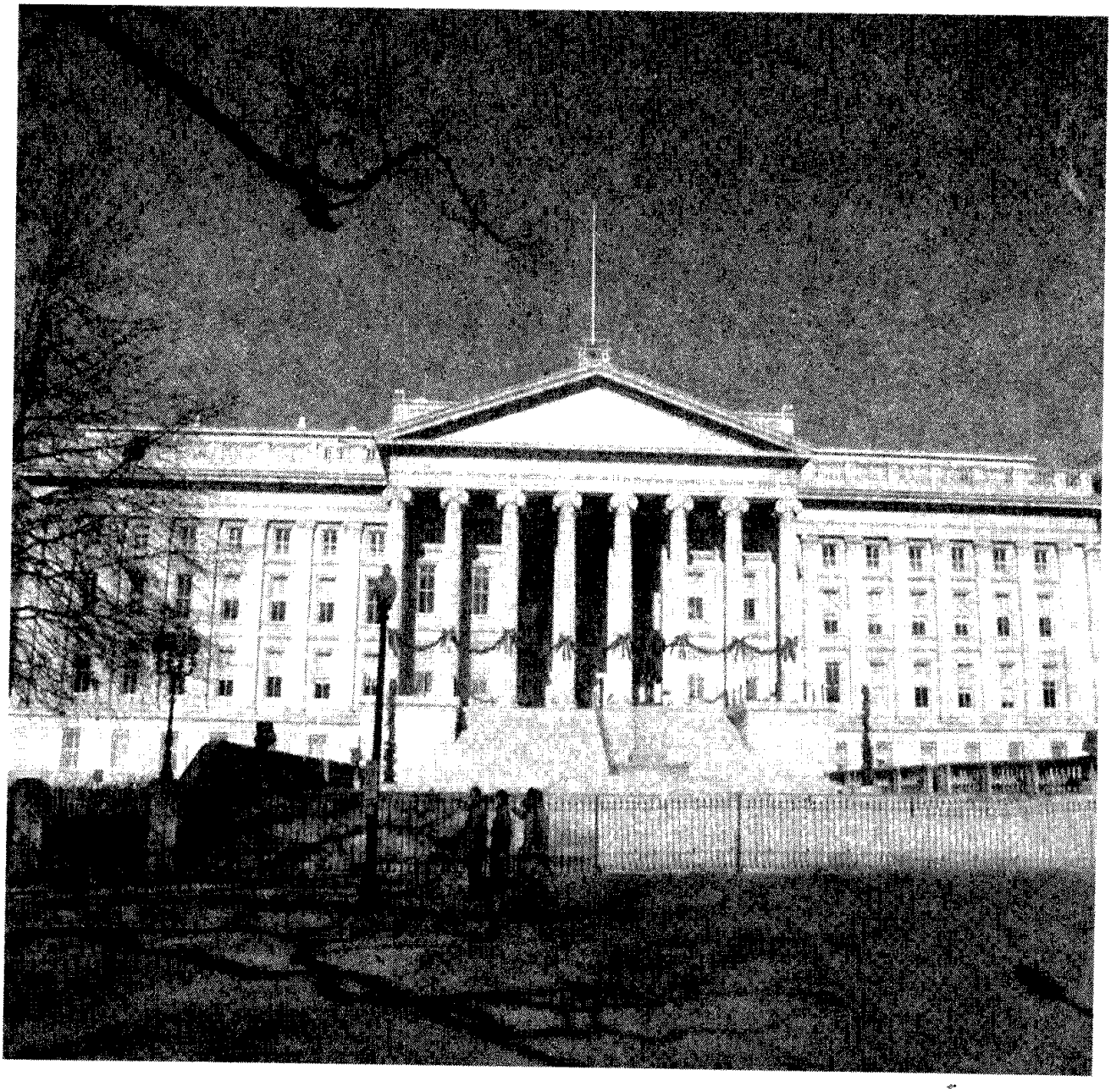
同时，美国联邦储备银行通过商业票据贴现，增加资本及消费信贷（其中主要是资本信贷），通过这种方式扩张货币。

联邦储备银行通过信贷扩张基础货币获得的市场贴现收益也要上缴财政部，然后财政部再安排支出，由此把央行贴息回收的货币又重新回投入市场（具体的投入要和国债支出一起考虑对货币总量的影响）。这也保证了货币扩张的稳定。

此外，政府的财政存款存储在中央银行，而不是商业银行。存储在中央银行，则这部分存款就没有被投放在市场上，而没有相应的基础货币投放，也就不会引起相应的货币扩张。如果政府将财政存款用于支出，就要把存款从中央银行转到商业银行，这便增加了相应的基础货币的投放，并通过货币乘数而扩张。

由此可以看出，美国的货币扩张事实上同时走了三个渠道：政府通过国债互换获得的货币扩张；通过联邦银行信贷收益实现的货币扩张；政府使用财政存款形成的货币扩张。

了解了央行的运作机制我们就会知道，财政政策和货币政策是不可能截然分开的。



美国财政部

第6节 美联储是独立行使货币职能吗

有人问，美国联邦储备银行独立于政府部门，难道只有一个程序上的制约作用吗？其有无职能上的独立性呢？

当然有。这就是独立的常平作用。从王安石变法中我们看到，青苗法和常平法本应当由两个相互独立的机构来实施，而不能由一个机构来实施。因为青苗法本身有赢利性质，而常平法却无赢利性质。两者共为一个机构的职能，势必成为寻租之牺牲品，无法执行常平的职能。而常平不在，青苗必成搜刮民膏之猛虎。王安石公然允许青苗法之收益添支吏人餐钱，吏人必定运用常平之力量，更加增大价格波动，并运用青苗法获取暴利。

同理，财政部常常要面对解决财政平衡的压力，因此从某种意义上可以看成是赢利寻求者。而储备银行则执行稳定物价和经济的常平职能。在政府方面，货币的发放总量归根结底是由政府部门发放的国债所决定的，而非联邦银行所能左右。但这种发放是经过严格的议会审核和程序控制的。如果常平的职能也控制在政府手中，则政府除了直接发放国债，完成国债与货币的互换外，还可以操纵市场，获取青苗法一样的套利，那么就会逃脱议会等法定机构和程序的监管，从而使得常平职能走向反面，而加大经济的波动。

所以，联邦储备银行常平职能的独立行使，是分权之必然。但千万不要认为联邦储备银行能独立发行货币。同时也要看到，只要联邦储备银行独立行使常平职能，其也就能自然地完成国债向货币的转化，其所选择的转化时机、转化规模将尽可能地降低经济波动。换句话说，在该吸纳国债的时候联邦银行不吸纳国债以放出货币或者反其道而行之，则经济就会波动，这将违反联邦储备银行的政策目标。

而会员银行就是完全的商业银行，它们在联邦储备委员会及联邦储备银行的管理下进行正常的商业经营。

值得一提的是，当代各国的中央银行，不管其具体形式是什么，但基本

上，都沿袭了美联储的运作流程。例如《中华人民共和国中央人民银行法》规定："中国人民银行不得对财政透支，不得直接认购和包销政府债券。实行独立的财务预算管理制度，依法提取总准备金后的净利润全部上缴中央财政，亏损由中央财政拨款弥补。"这里，"依法提取总准备金后的净利润全部上缴中央财政，亏损由中央财政拨款弥补"，乃是中央银行与政府关系之关键。

所以，美国的巨额国债对于美国政府来说不构成任何压力，并不会成为每个美国人头上悬着的债务之剑，更不会导致美国经济崩溃。国债利息的巨额收益也不会被美联储的股东所侵吞。当然这个结论仅适用于内债。

了解了中央银行的运作机制后我们就会知道，重要的不是央行和政府如何分开，而是它们之间形成什么样的分权制衡和合作机制。仅仅强调央行的独立性，或仅仅强调央行的合作性，都是对央行职能的误解。

第6章 商业银行货币扩张的全新认识

第1节 失业货币、独立货币与信贷对冲

正是商业银行把央行再贴现、外汇兑换的基础货币流通到市场上并成倍扩张的。

货币资金的信贷扩张，本质上是货币的信贷对冲过程。当一笔信贷发生，就出现一笔贷款和等额的货币资金，货币就创生。等额货币资金与贷款对冲，货币就湮灭。如果资金没有被归还以对冲贷款，则贷款就始终存在，货币也就无法湮灭。通过信贷对冲创生的货币，称之为派生货币。

虽然信贷创造货币，是从无到有，又从有到无的信贷创生和对冲湮灭过程，但货币创生的数量不是无限的。如果没有基础货币，则商业银行信贷创造的，就仅仅是信誉较低的银行债券，而不是高信誉等级的本位货币。

假定人们在商业银行进行一笔基础货币的原始存款，每段时间只有 1/n 的存款被人们使用，使用完毕又存回银行。则商业银行可以通过信贷将货币总量扩张为原始存款的 n 倍。因为 n 倍的货币总量，乘以 $1/n$ 的货币使用概率，正好等于原始存款的基础货币，满足人们的本位货币提取需求。对于人们来说，派生货币和基础货币的法律效力没有任何区别。但商业银行如果试图通过信贷更加扩张货币总量，则在 $1/n$ 的货币使用概率下，基础货币不足以应付人们的本位货币提取需求，就必然出现挤兑危机。

这 $1/n$，就是准备金比率。

基础货币与派生货币之和，为货币总量。货币总量与基础货币之比，为货币乘数。

货币乘数与货币流通速度不同。货币乘数是基础货币在空间上的扩张；货

币流通速度是货币总量随着时间流动的速度。

有些基础货币并没有通过信贷扩张派生货币(如非正常的大量现金，以及刚进入市场还来不及扩张的基础货币)，我们称之为独立货币。独立货币等价于其货币乘数为1。

如果央行通过公开市场业务、再贴现等手段，回收不多于独立货币的基础货币，则可以使货币总量仅减少回收量。

如果央行回收的基础货币多于独立货币，则多出部分将按货币乘数成倍紧缩货币总量。

如果进入经济运行的货币量低于贷款总量，换言之，即有大量货币退出经济就业而长期储蓄，则将有信贷无法对冲，经济出现危机。退出经济就业而长期储蓄的货币，我们称之为失业货币。失业货币既可以是派生货币也可以是基础货币。

一个市场上，如果失业货币过多，则与其对应的贷款将产生大量利息，增加信贷者的负担。同时，由于这部分资金退出经济运行，信贷者为了满足经济的需求，不得不再增加基础货币和信贷的投放，以补充退出经济运行的这部分失业货币。由此使得货币总量不断增大。

一个市场上，如果就业货币过多，则将出现经济过热。

失业货币的转账不影响货币总量。失业货币的增多(减少)，等量地减少(增加)就业货币量，影响物价水平，但不影响整个市场的货币总量。这是因为整个市场的基础货币数量没有改变。

如果中央银行通过公开市场业务回收失业货币或者将失业货币提现，则实际上是提取了市场的基础货币。其结果是按独立货币或非独立货币条件减少整个市场的货币总量。

改变基础货币量的操作，属于货币总量问题，其在央行控制能力内可以由央行反向操作以抵消，所以具有内生性。不改变基础货币量，但是改变失业货币量的操作，属于货币结构问题，无法由央行反向操作以抵消，因此具有外生性。

失业货币不一定是独立货币，独立货币也不一定是失业货币。失业货币属

于货币结构范畴，独立货币属于货币总量范畴。但两者都不承担信贷者那样高的利息成本，相反，其应获得储蓄利率，也不需要信贷抵押，机会成本很低。当某一天市场上出现消费或者投资机会时，这部分资金比信贷扩张更为容易，可能迅速进入市场。届时银行将面临调控储蓄利率和贷款利率不能并存的局面，从而难以控制通货膨胀。

所以，失业货币和独立货币有两个相同点：一是两者的机会成本都是储蓄利率，而不是贷款利率；且两者的使用都不需要信贷抵押；二是两者都容易造成通货膨胀。

但它们又有两个不同点：一是失业货币直接改变就业(失业)货币量，具有外生性；而独立货币未必直接改变就业货总量，在其数量不大到超过央行调节能力时具有一定的内生性；二是失业货币增加经济体的贷款利息负担(因为对应的信贷还存在)，加大经济体资金缺口；而独立货币不增加经济体的贷款利息负担(因为没有对应的信贷)。

第2节　储蓄越多准备金比率越高吗

准备金比率是决定货币乘数的重要因素。很多人认为，当人们在银行存款多而贷款少时，银行的准备金比率就一定会上升。这种理解是不全面的。

任何银行都会根据自己的经营情况来确定准备金比率。央行也有权给银行指定法定准备金比率。银行自己保有的超过法定准备金部分的资金叫“超额准备金”。一般说来，银行应当妥善经营，在应付日常提兑前提下，尽量使自己的超额准备金减少，以降低经营成本。

市场上相当一部分资金是由央行再贴现或者再贷款来供应的，且既有贷款不断被央行回收。所以如果央行停止再贴现或再贷款以弥补或增加贷款，货币供应就会迅速萎缩。而在任何利率水平上，央行供应基础货币的能力都是无限的。因此，央行是所有商业银行的最后贷款人。

由于有央行作为最后贷款人，商业银行在资金缺乏时，可以从央行获得再贴现资金；在资金过剩时，可以减少向央行的再贴现资金。所以，准备金比率

与人们的储蓄偏好并无直接关系，不会因为社会储蓄倾向高，银行的准备金率就必定高，也不会因为社会储蓄倾向低，银行的准备金率就必定低。准备金比率除了受法定准备金比率限制外，还取决于银行的经营获利及风险承担状况，而不受其他因素的影响。所有银行，只要经营得当，都可以降低超额准备金。这一点是理解货币问题的关键，也是本书随后讨论的货币量问题的关键。同时，也将导致对货币问题的新的认识。

如果央行支付商业银行准备金的利息多，那么就会诱使商业银行增加准备金，从而提高准备金率。因此，改变准备金率的办法有两种：一种是央行改变法定准备金率，另一种是央行改变支付给商业银行准备金的利息。

第3节　货币过剩：资金紧张与潜在通货膨胀的孪生怪胎

央行通过再贴现发行货币过程中，银行等金融机构用具有价值的票据等财富在央行做质押，央行向银行等金融机构发放贷款，银行等金融机构向央行支付贴息。同时通过发行国债，以政府支出方式直接向市场提供货币。

对于银行等金融机构来说，它们是否向央行进行再贴现，取决于央行提供的贴现率的高低。如果贴现率过高，银行就宁愿在市场上进行融资；如果贴现率过低，银行就愿意向央行贴现。但是绝不要认为其他市场上的融资渠道可以和央行竞争。除非是央行再贴现供币以外的独立资金数量大到不需要央行提供基础货币的程度，否则如果所有的金融机构都不愿意向央行贴现，前期向央行的贷款又逐渐被回收，就将导致市场上的基础货币大量萎缩，从而使得市场利率提高，如此银行等金融机构将不得不向央行贴现。因此可以说，央行的贴现率控制着基础货币的阀门。

从短期来看，央行贴现率与市场利率之差决定了社会财富向央行抵换货币的比例。如果贴现率较低，则抵换率高；反之则抵换率低。

货币运行有以下性质：

（1）准备金率、货币乘数由法定准备金以及银行自身经营的微观性质所决定，并不因为储蓄资金的增多而增多。

（2）货币总储蓄与流通中现金之和为货币总量。如果货币总储蓄中计算的是活期储蓄，则此货币总量为M1；如果货币总储蓄中还包含长期储蓄等项目，则此货币总量为M2。但是如果人们都喜欢将收入储蓄起来而不使用的话，则将导致失业货币增多，企业利润无法回收，信贷无法冲销。若要维持就业货币量不变，则必然要扩大货币总量。

（3）在不考虑坏账冲销、国家货币非信贷投放、外汇占款、金融混业下信贷以投资方式出现等因素的理想市场上，存贷差反映准备金数量。存贷差与流通中现金数量之和为投入市场的基础货币数量。存贷差大意味着准备金多，反之则意味着准备金少。由于第(1)条结论中，准备金率只取决于银行的微观经营，是宏观经济的外生变量，因此准备金多并不一定就是准备金率高。

（4）只要本国对于信贷的需求不变，则坏账、国际资金流动等原因形成的原始存款增加不能改变货币总量。因为它们会被商业银行向央行的再贴现变化来抵消。这意味着向市场注入独立货币，不一定进入货币总量。但不是说注入独立货币不影响货币总量。因为在市场的货币需求不变时，国际资金流动导致的独立货币变化，必然引起央行再贴现率的反方向变化。以维持货币总量不变。但再贴现率的变化必然引起银行储蓄利率的变化，从而引起存款需求的变化。由于存贷款是对应的，故也会引起贷款的变化。最后，注入市场的孤立资金会通过改变市场的资金需求量，而改变货币总量。

（5）同样的支出水平，非央行再贴现提供的自有货币增加，将导致货币总量的减少。因为对经济体而言，总支出一定时，自有货币与贷款之和为总支出，是常数。此时自有货币越大，则贷款越小，需要产生贷款的基础货币量也就越少，其总效果就是货币总量缩减。反之亦可推。这意味着，如果货币总量相对过大，则反映了从事经济活动的经济主体资金困难，自有货币不足。因此，货币总量过大，原因可能恰恰是从事经济活动的经济主体缺乏自有资金，而不是他们的资金富足。

（6）货币总量过大时，往往伴随着资金的结构性问题，即失业货币增多和部分经济体资金量匮乏并存。

货币总量过大，原因可能是出现了资金的结构性问题。即部分经济主体出现资金过剩，资金退出经济体的资金循环而进入储蓄，从而导致其他经济主体无法回收货币性收入而出现资金紧缺，这时他们便会向银行增加贷款，最后导致货币总量扩大，出现通货膨胀的潜在压力。

货币流通速度是 GDP /M 的数值。对这个问题，本文将在后面进一步探讨。

第7章 宏观货币流动图

第1节 大规模并行的串联过程：实物流与货币流

整个社会经济是大规模并行的串联生产过程，是时间和空间的统一。在空间上，全社会同时生产消费品和资本品；在时间上，任何生产流程都要从最初的原材料资本逐步过渡到中间资本，最后转化为消费品。

任何经济理论模型，如果仅仅停留在单个生产过程的分析上而没有分析并行的串联生产过程，就必定无法真正分析宏观经济的实物流和货币流。这正是西方宏观经济学的软肋。

从单个产品构成来看，产品实物形态的分配主要有用于生活消费、偿还前一级厂商的物质成本、扩大再生产三部分。产品价值形态的分配则以货币为中介进行，主要有用于货币工资、偿还前一级厂商的物质成本价值、用以扩大再生产并支付利息的利润三部分。

将空间上的并行和时间上的串联统一起来，就是说，任何时候 t，全社会要生产 t 期的消费品，还要生产为 $t+1$ 期消费品而准备的 t 期资本品，以及为 $t+2$ 期消费品而准备的 t 期资本品……

消费品和为未来所有时期消费品而生产的资本品的总和，就是全社会当期生产的实物数量的总和。

从货币流上看，任何时候 t，其实物数量乘以物价水平，就是当期生产的总价值。总价值通过货币进行要素分配，分为货币工资、前一级厂商物质成本的货币购买、货币利润。

如果市场宏观上达到供需平衡，则要求消费类货币性收入的总价值等于本期消费品的总价值，资本类货币性收入的总价值等于下期投资(本期生产的实物

资本价值 + 工资预付)的总价值。其中任何一类不平衡,都会产生通货膨胀或者通货紧缩。

如果整个社会都能保证消费购买、物质成本偿还、利润的实物构成和价值构成的实现，则很显然，从消费品向资本品的转化过程中就能保证获得正常利润。因此，以上消费部类平衡和资本部类平衡本身已经保证了资本部类能以正常利润向消费部类转化的平衡，因而也就保证了社会并行的串联生产过程得以实现。

国家对实物经济的干预，主要体现在货币性收入的调节上。通过调节货币性收入，使两部类保持平衡。

货币性收入的调节有两种方式。一种是调节消费类货币性收入上（通过公共福利支付或消费信贷），一种是调节资本类货币性收入上（通过银行信贷）。其各自调节的数量，根据宏观经济的属性，具有大致确定的数值，否则就将导致经济的失衡。

不论消费类货币性收入还是资本类货币性收入，都存在派生货币与贷款的对冲问题。如果某部分派生货币被储蓄起来没有进入流通，则两部类实物与货币的平衡就无法实现，导致两部类交替收缩，从而迫使更多派生货币被储蓄起来。而更多派生货币的储蓄又会使得对冲更加无法实现，从而导致信贷危机。应该特别指出的是，在这个信贷危机中，由于大量贷款需要冲销，所以经营主体虽然资金缺乏，但货币总量却不断过剩。由于串联的产业链较长，这种危机往往会被推迟。而政府为了应付眼前的危机，往往不得不采取一些短期的并行平衡措施(例如刺激投资)，但却不能保证长期的并行串联平衡，这就将导致短期经济恢复后面临更大的长期危机。在更大的危机到来时又采取短期并行平衡措施，就会造就更远的危机。这就是经济周期形成的根本原因。

具体来说，消费品与其前面所有时期的资本共同构成了一个资金流动的产品链。在这个产品链中，前期资本的回收，依赖于最终消费品的实现。如果不能实现，则前期资本就失去了意义。如果消费资金安排过少，而投资资金安排过多，则市场在短期内可能出现投资过热，并由此拉动消费，导致经济启动。但由于消费是产品的终点，消费资金过少经过一个较长时期终会显露出来，由此埋下经济衰退的隐患。如果消费资金安排过多，那么无论投资资金安

排过多还是过少，从消费到投资的旺盛需求都会被启动，甚至出现大范围的通货膨胀。

这意味着，消费需求与投资需求不具有此消彼长的可替代性，其需求之总和并不保持相对稳定。相反，只要消费需求降低，则其前期的投资需求也就跟着降低；反之，投资需求则跟着升高。

消费与投资的同步锁链意味着市场自由调节的失效。如果仅仅是两种不相关的产品，则市场可以抛弃需求较小的产品而去生产需求较大的产品，从而实现市场的自动调节。但如果消费需求缩减，短期内市场可能通过继续增加投资来维持经济增长，但是如果长期内达不到消费终点，一旦投资周期结束，就没有办法去启动投资需求了，因此投资也只有跟着缩减。

这就是社会化大规模并行的串联生产中，消费与投资同步的特性。它形成了对自由市场的一道锁链，除非有外来力量介入和干预，或者社会经济结构出现较大变动，否则单靠市场自身，则无法摆脱这个死循环。当经济体有着潜在危机或者危机出现后，这个国家就可能成为金融狙击的目标。

同时还要指出，此模型与西方经济学的货币先行模型完全不同。大规模并行串联模型，由于并行生产中包含跨期串联生产，所以人们当期获得的货币收入可直接用来购买任意种类的当期产品，其瞬时调整可以反映从投资到产出的实物流与货币流的搭配关系。而西方经济学的生产模型是单期串联模型，如果允许当期货币收入购买当期产出，则根本没有办法进行货币分析。因此货币先行模型必须假定当期货币收入只能用于购买下期产出，即货币市场滞后一个生产周期，而不是瞬时调整的。❶如果货币先行模型允许货币市场瞬时调整，则

---

❶货币先行模型的基础是卢卡斯岛，即设想有 N 个岛屿，在每个岛屿上有许多同样的家庭（含丈夫和妻子），每个岛屿上生产的产品，除了颜色其他是同一的。在第 i 个岛上的家庭仅仅喜欢第 i+1 个岛上的产品（第 N 个岛上的家庭喜欢第 1 个岛上的产品）。丈夫待在家里销售产品，妻子旅行到下一个岛购买产品。换句话说，不允许用卖产品获得的货币收入同时用来购买产品。这样，一个最重要的假设是丈夫不能把销售获得的货币收入直接转账给妻子，由此使得每个家庭必须每期持有足够数量的货币——因为当期的销售货币收入不能用来购买产品，这也导致货币的获得和货币的使用相隔了整整一个产品生产周期。这样，货币因素就进入模型了，可以推出货币非中性的结论。但如果我们假设丈夫随时可以把货币转账给妻子，则这个卢卡斯岛屿模型就崩溃了。

其必然退化为真实经济周期理论。[1]

至于其他西方经济学的货币模型，例如将货币作为商品，分析其效用最大化的货币效用模型，以及搜寻成本模型、违约风险模型等，本书已经指出其没有真正反映货币的本质特征。

第2节　是储蓄大于投资导致中国经济扭曲吗

经济学上的储蓄和投资，如果没有特别说明，都是指实物储蓄和实物投资，反映的是实物市场，而非货币市场。一般人经常说的货币储蓄和投资，在经济学上一般说成是存款和贷款，它反映的是货币市场。

任何一部分储蓄总是对应与其相等的投资，因为物质不灭。因此从国内外实物总流动来看，总储蓄恒等于总投资。

在谈实物储蓄和实物投资时，要分清是国内储蓄和投资还是国民储蓄和投资。

本国国内储蓄与国民储蓄之差额为国内外资储蓄与本国资本输出获得储蓄之差。若本国无对外资本输出，且国内有外资，则国内储蓄将大于国民储蓄，差额部分为外资储蓄。

本国若有进出口，则国内储蓄与国内投资之差额为出口与进口之差，即净出口，或者说是顺差。

资本项目的资本净流出与经常项目的净出口没有必然的相等关系。只有资本项目和经常项目之和保持平衡时，资本净流出和净出口才相等。没有任何理由认为这两个项目非要保持平衡。不过，如果本国将所有外汇均用于国外投资的话，这两个项目就是平衡的。

有专家认为，“当前经济的核心问题在于储蓄大于投资。举凡长期贸易顺差、外汇储备快速增长、国内投资过旺、流动性过剩等令人担心的经济现象，

[1] 基德兰德和普雷斯科特于1982年完成《Time to build and aggregate flactuations》，奠定了真实经济周期理论，获2004年诺贝尔经济学奖。此理论虽然意识到生产的时间序列，但由于无法处理并行时间序列，所以仍是单个串联生产模型。在货币可瞬时调整时，无法分析其对生产的影响。因此其断定经济周期完全由实物财富生产决定，货币的引入完全不必要，货币是超中性的，而且还推导出财政政策也是无效的。

皆根源于此。”[1]这种认识至少是片面的。不是储蓄大于投资导致顺差，而是由于出现了顺差，所以储蓄必然大于投资。

但储蓄大于投资的根本原因并不是储蓄过多、投资过少。相反，正是投资相对过多的结果。在社会大规模并行的串联生产过程中，前期的过多投资导致后期大量产出，但后期却缺乏相应的国内货币购买力，必然需要出口需求来弥补。巨量的出口虽然引起巨量进口的冲击，但出口量大于进口量而出现顺差，[2]顺差必然导致国内储蓄大于国内投资。假定投资相对严重不足，产出匮乏，则需要净进口，即出现逆差，此时就必然出现储蓄小于投资的现象。

在储蓄大于投资的情况下，如果以为投资过少，因此继续扩大投资在经济中的比例，必然进一步导致储蓄大于投资的现象。相反，如果适当缩减投资比例，增加消费比例，储蓄大于投资的现象就将得到遏止。

在流动性过剩问题上，有专家认为：“‘中国经济最重要的问题是流动性过剩，而流动性过剩又主要是由银行间存差比过大造成’的观点其实并不正确，因为‘存差比’是计划经济体制下的概念，而金融改革后，‘存差比’的含义已发生变化，失去了计划经济体制下对宏观经济的刻画力。”[3]这种断言也是轻率的。流动性过剩的确不是由存差比造成的，但是的确应从信贷与实物经济相结合的角度来查找原因。事实上，信贷周期对货币流量，或者说货币总量的影响至关重要，并不仅仅是什么计划经济体制下的概念的问题。仅仅有大量国外资金的涌进，并不能断言一定就会出现流动性过剩，因为其不过是替代央行进行货币供应，或者说国际资本市场已成为中国的货币供应源而已。相反，正是本国资金链出现断裂，才迫使流动性过剩不断扩大。[4]

---

[1] 李扬：《对当前两个经济和金融现象的分析》，2006 年 11 月

[2] 本书第 2 部分第 7 章第 5 节

[3] 李扬：《对当前两个经济和金融现象的分析》，2006 年 11 月

[4] 本书第 2 部分第 7 章第 4 节

第3节　外汇收入与钞票印刷

2007年美联储纽约分行的三位经济学家希金斯、克里加尔德和勒尔曼发布了一份报告《石油美元回流》(Recycling Petrodollars)，报告指出，石油美元目前主要集中于少数几个国家，同时，这些石油收入中的大部分并没有被产油国用在增加国内支出上，而是被用来购买其他国家的产品或从事海外投资。

报告称，欧元区和中国成为最大的受益者。在2002～2006年间，欧元区的石油进口总金额增长了一倍以上，达到3160亿美元，增长了1920亿美元。但与此同时，该地区对产油国的出口总额也增长了770亿美元，达到1670亿美元。总的来看，欧元区每付出1美元用于购买石油，就有41美分的石油美元通过贸易途径回流。中国每付出1美元用于进口原油，就有60美分的石油美元通过贸易回流，超过了欧元区的41美分以及美国的20美分。

这是一份很有意思的报告。它完全无视最基本的经济原理。

报告认为，产油国的石油收入“大部分没有用于增加国内支出，而是被用来购买其他国家的产品或从事海外投资”。那么，外汇收入可以用于增加国内支出吗？

外汇收入，本质上乃是外国欠本国财富的欠条。它的价值是以外国兑付实物财富为基础的。如果不将外汇收入用于索取外国实物财富，却仅仅作为货币符号替换本币用于国内流通，那它就只是一张纸或者记账符号。这个符号完全可以由本国央行直接印刷钞票来替代，根本不需要出口本国巨额实物财富来换取。其实，在不允许外汇在国内流通的情况下，外汇进入本国流通，必须要兑换成本币，由此增加本币的发行数量，这也就等价于央行直接印刷相应面值的钞票进入经济流通。所不同的是，通过外汇收入来解决国内需求，等价于本国实物财富流失＋本国央行印刷钞票。

所以，如果一国出口的目的不是为了进口必要物品，而仅仅是为了解决内需不足，期望通过出口来获得利润收入，就是最为愚蠢的做法。正确的做法是，本国政府发行国债，进行国债与钞票互换，获得财政收入，直接以现金或

购买产品转移支付给本国急需此产品的人民，从而扩大内需。

有人指责本国印钞票来进行公共支出将导致通货膨胀，他们完全无视外汇收入解决内需的物理过程。外汇收入同样需要本国印刷钞票，同时却因为出口减少了本国产品，它所导致的通货膨胀幅度必然比本国直接印钞票更大。

本质上，货币是否导致通货膨胀，不是因为钞票是不是印刷出来的，而是看其是否能够满足大规模并行的串联生产过程中，货币流和实物流的配合关系。如果不能满足此关系，则即使以黄金为准备或以一揽子资产为准备，也必然导致经济的巨大波动。这也是中央银行脱离金本位和商业银行框架，形成今天主权信用调控体系的根本原因。

因此，有人不断鼓吹说美国不能倒，如果美国倒下，则中国等国家对美国的出口将会萎缩，使中国的产业受到打击，经济被拖累衰退。这是完全错误的。只要中国国内政策调控得当，美国的倒下对中国有百利而无一弊。中国之需要美国，不是需要美国掠夺中国的产品，而是需要去掠夺美国的产品。中国通过国内货币和财政政策，完全可以解决内需不足的问题。美国如果倒下，其必然要大量出口，技术扩散将无法控制，中国经济和科技将可能迅速提高。美元再无法操纵市场，人民币和欧元将趁机各自划分势力范围。

现在要讨论的，不是美国倒下对中国有利还是不利，而是怎么才能让美国倒下。

回头再看美联储的这份报告，我们可以判断：产油国用外汇收入来购买国际产品或进行国际投资是完全正确的。这种购买或投资将增加本国福利。当然，由于产油国的政治体制，其很难保证这种福利能够惠及急需此福利的人民。但无论如何，这比将外汇收入用于国内购买要好得多。

美联储是不知道这么简单的原理还是故意为之，读者自己思考吧。

第 4 节　索罗斯为何推崇信贷周期：失去意义的货币流通速度

信贷周期，在金融大鳄索罗斯看来，是分析经济及金融，特别是找到其漏

洞并发起金融狙击的关键点。在《金融炼金术》中，索罗斯说：

“在讨论实际含义时，我将从最简单的事例开始，渐次述及较为复杂的，这个步骤巧合于我在实践中认识反身性过程的历史顺序：先是股票市场，其次是货币市场和国际债务问题，最后是所谓的信贷周期。”

“贷款行为和抵押品估价之间的反身性相互作用启发我设计出一种模式：一个时期的逐渐的、缓慢的加速增长的信贷扩张之后是一个短期的信贷紧缩——典型的繁荣和萧条递嬗。萧条在时限上被压缩了，因为清偿贷款的努力引起抵押品估价的骤然下降。”

“本书试图同时达成几个目标，它不仅提出一个一般性理论——反身性理论——同时还提出了另一个特殊的理论，即信贷和管制的循环理论。后者只是一些不成熟的想法，不宜称之为理论。尽管如此，我仍然尝试应用它来解释当代的历史过程并做出预言……首先，信贷——而不是货币——至关重要(换言之，货币主义是错误的观念体系)；第二，普遍均衡的概念与现实毫无关系(换言之，古典经济的努力是徒劳的)。”

应当说，索罗斯敏锐地意识到了经典货币理论存在的问题，意识到信贷周期的重要性。但无疑，正如他在《金融炼金术》中所说的，他还没有形成成熟的想法，以至于整本《金融炼金术》的理论内容完全涵盖在其10页左右的导论之中，其后300多页的内容都流为重复和啰唆。作者自己也意识到了这一点：“我可以向读者保证，本书的其余部分再也没有比导言更纷繁的内容了。”

在实物经济与货币经济的结合中，与实物累计总量对应的是当期货币性收入的累计总量，而不是当期货币性收入的余额。例如，如果货币补给完全依靠贷款来完成的话，需要予以计算的消费类货币量应该是当期的新增消费贷款累计总额，而不能是当期的新增消费贷款余额；需要予以计算的资本类货币量也应是当期的新增资本贷款累计总额，而不能是当期的新增资本信贷余额。

从信贷扩张的流程来看，人们首先通过信贷或者其他方式获得货币性收入，然后购买生产和生活用品。在购买完成后，人们又各自得到货币性收入，并把收入用来对冲还贷，抵消债务，同时又进行下一轮的信贷扩张，由此往复循环，使得资金扩张与生产扩张同时进行。而在每一轮对冲还贷过程中，都抵

消了相应的债务，但当轮的收入和产品购买却是没有被抵消的。因此，如果仅仅计算末期的新增贷款余额，则中间的收入和产品购买就被漏掉了。事实上，这是一个资金流动过程，所以要将资金流量累计起来计算。

因此，信贷及其他资金供给的累计总量才是经济分析的重要指标。而且，货币累计总量不是简单地对应于实物产品累计总量，而是对应于实物产品与预付工资累计总量。其中资本类货币累计总量对应于资本品与预付工资累计之和，消费类货币累计总量对应于消费品累计之和。

而贷款（或者存款）余额，才是经济学意义上当期的货币总量。以单一时点来看，货币总量又是此时刻的货币流量，它反映此时刻市场上正在或者正准备实施购买的价值量，它所对应的是这个时刻的实体经济产出。因此，本书更倾向于将货币总量看成较短时期内的货币购买流量。

央行货币扩张是否过量，其判断指标有两个。一个是货币总量，它体现了失业货币因素；另一个是基础货币总量中的非央行信贷独立货币比例。它们都同样因为存款利率低于贷款利率，且不需要抵押，所以使得货币更容易低成本迅速扩张。

像古典及新古典经济理论那样仅仅用货币总量来衡量货币盈缺，或者像当代西方经济学特别是货币内生理论那样，希图用利率来衡量货币盈缺，否决货币持有结构变动对货币盈缺的影响，都是片面的。

将货币总量 M 仅仅看成是此时点的资金流量后，货币流通速度的概念意义就不大了。货币流通速度 V=GDP / M，表示在产出 GDP 的时期内，货币总量 M 要流通多少次，它显然是把货币总量 M 看成了存量，认为是市场中客观存在的货币物质存量形态，其在经济体中循环流动，循环 V 次，就产出了 GDP。

而在本书看来，M 既然是当前用于产出的资金购买流量，那么即使是在同一年内，不同天、不同月份用于产出的资金购买流量也不同，问题的核心在于应考察流量变化、累计总量变化及对应时期的实物经济指标，而不可能用单时点的资金流量，通过货币流通速度来考察整个时期的经济。

事实上，货币流通速度的计算仅仅是个恒等式，必须先知道产出、某时点的货币余额存量（货币总量），然后才能相除得出结果，而不可能先知道货币流通速

度，再计算出产出或者货币总量。因此，在经济学界，人们都知道货币流通速度是个套套逻辑，只不过认为它对人们理解经济含义还是功莫大焉。

然而，通过统计市场上的信贷周期，即可以大致判断货币信用张缩速度，从而使得这个指标不再是套套逻辑，而是可以直接计算的。

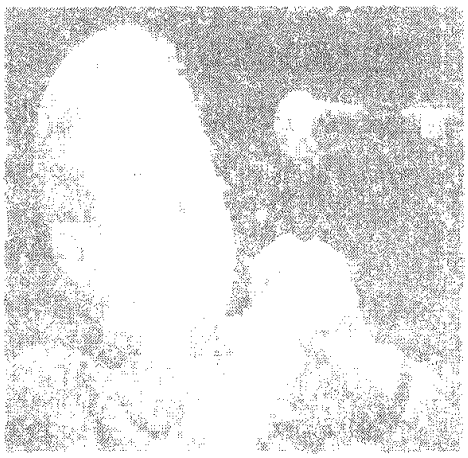
这样，如果发现某个时候货币总量过大，其真正的经济含义应是下面四条中的几条：

（1）在经济运作中的经济主体自有货币不足，使得信贷扩大；

（2）新注入市场的独立货币过多，使得利率降低；

（3）经济运行之外的失业货币过多，为弥补信贷危机，使得货币总量扩大；

（4）当前经济体的投资或者消费总量过大。



金融大鳄索罗斯

第5节　净出口趋零的高外贸依存度经济

出口的最终目的是进口。出口是把当期的产出储蓄起来，通过进出口，转化为进口储蓄以进行投资。因此从实物形态上看，它具有储蓄性质，属于资本品的转化。

从本质上说，一国的产品生产出来后，其物质形态和用途就已经被决定，不能再被随意更改。然而，通过进出口的交换，产品却可以改变形态和用途，例如可以把最终消费品通过出口交换成资本品进口。

进口产品无论是消费品还是资本品，除非政府购买后直接转移支付，或者居民直接购买用于消费，否则都要在市场上再次销售以获得投资回报，因此应作为投资品看待。事实上，既然存货也被看成是储蓄或者投资，那么把进口看成投资也是理所当然的。

即使是在经常账户平衡，即净出口为零的时候，通过进出口仍然可以削平内需的不足或者过旺。其具体过程是：内需不足时，以出口来弥补需求不足，

获得外汇收入，实现产品的销售。然后再将外汇收入用于购买进口以得到资本，同时实现经常账户的平衡。进口的资本再产出后，如果内需继续不足，则继续通过出口获得销售，如此循环下去。这样，就从资金层面解决了内需之资金不足。而当内需过剩的时候，就可以通过进口把过剩的内需泻出去，然后通过进口来弥补外贸逆差。弥补外贸逆差后，如果内需继续过剩，则再通过进口把过剩的内需泻出去。如此反复循环，就可以解决资金层面的内需过旺问题。前一种方法是出口拉动型经济，在经常账户平衡表象下弥补内需不足；后一种方法是进口推动型经济，在经常账户平衡表象下削平内需过旺。

若将以上过程转化为物理图像则更好理解：在一国形成国内经济体和国际贸易经济体两个部分。当本国内需不足时，让本国的多余物质产品脱离本国经济体，在国际贸易经济体内循环，从而获得内需和经常账户的平衡；当本国内需旺盛时，让本国多余资金脱离本国经济体，在国际贸易经济体内循环，也能获得内需和经常账户的平衡。

如果没有对外贸易，纯粹通过国内交易，想弥补这个供需缺口是不可能的。因此，净出口为零过程中，所获得的外汇购买力对于产品的价值实现具有重要作用。

在对外贸易中，无论本国自身产生的购买力多么小，本国产出又多么大，由此导致的本国生产供给和购买需求多么不平衡，仍然可以在保证进出口账户平衡的条件下实现本国供需的短期平衡。

那么，净出口接近为零的经济，是不是等价于没有进出口，等价于进口与出口对本国购买力的影响被抵消了呢（注意，这里仅仅是探讨对购买力的影响，而不是探讨对实体经济技术进步的影响）？

供大于求越多，产品出口就越大，在外贸账户基本平衡的要求下，进口也越大。与此同时，本国经济的对外贸易依存度越来越大。由此出现的后果是：本国产业为国外产业所替代而萎缩，本国生产的产品由于出口越来越多，为本国消费的越来越少，并在生产（进口）和销售（出口）两方面处于被国际市场左右的地位。根据斯密的国际贸易理论，除了少数本国不能生产的产品外，本国的多数生产和销售，其交易成本低于国际贸易的生产和销

售。而进出口的比例增大，就增加了本国经济交易成本。由于本国需要出口增加，才能保证短期平衡，则本国汇率可能被迫下调，产品价格下跌，从而本国财富为别国所掠夺。

实体经济扭曲与账户平衡是可以同时存在的。问题的核心不是净出口有多大，而是进口量、出口量的绝对值分别是多大。所以衡量一个国家对外贸依赖程度的指标是外贸依存度，即(当期进口 + 出口)/GDP，而不是净出口。国内有人认为应当取消外贸依存度指标，改之以净出口指标。[1] 这种看法显然是错误的。

推论 1：内需严重不足的国家，若是追求对外贸易平衡，则将成为进口比例迅速增大的国家，其产品将会被国外产品所替代。同时它也将成为出口比例迅速增大的国家，其生产的产品大部分不能由本国人民和产业使用。从而在生产和消费两头削弱这个国家的经济实力。而在整个过程中，这个国家的 GDP 仍在增长，对外贸易账户仍可以保持平衡，维持净出口接近零的状态。

推论 2：内需严重不足的国家，若是追求对外贸易平衡，则必定成为铺张浪费的国家。因为其出口的目的不是为了有效地进口，而是为了解决本国供需缺口。而解决供需缺口获得的外汇收入又主要是为了平衡外贸账户而被用于进口。这必然导致进口的无效率，造成国家富裕的假象和财大气粗胡乱花钱的后果。

推论 3：内需严重不足的国家，若不追求对外贸易平衡，而任由顺差增大，则会将本可以由本国获得的铸币税送给被持有外汇的国家，同时本国出现潜在的通货膨胀威胁。

但本书绝非一味反对对外贸易。本书只是反对把对外贸易作为解决国内需求扭曲的手段。如果国家进口的产品的确是本国急需的产品，则适当的进出口对国家是有利的。

由以上推论可以得到调节国内市场和国际市场的一个办法：通过减少出口

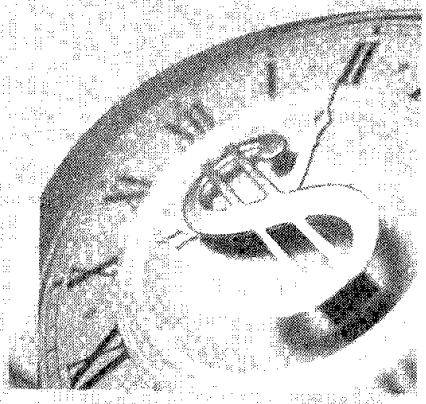
---

[1] 龙永图、海闻：《对话中国对外开放与贸易发展实录》，http://finance.sina.com.cn 2003 年 12 月 1 日 19:33 新浪财经

来减少进口，以缓解国外产品对本国市场的冲击。出口减少后，如果继续维持巨大的进口，则会导致贸易逆差，从而使本币贬值，别国产品的价格提高，本国产品的竞争力增强。我们也可以看到，国外产品的物美价廉并不是完全真实地反映了其技术竞争力，相反，这往往是宏观调控的微观反应。只要减少本国产品的出口，国外产品的价格就必定上扬，从而失去对本国市场的竞争力。这也是宏观无衡价的重要表现之一。由此也可以看到，即使经济全球化下一国无法限制国际产品的流动，国际市场和国内市场也并不是完全流通的。通过限制本国产品的输出，就可以在一定程度上把本国市场隔离于国际市场之外。

第三部分

金融武器

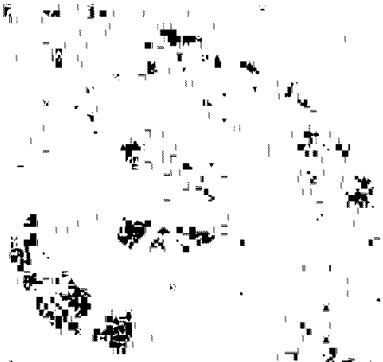


导读：

国际金融炒家每进行一次新的财富的分配，都要发动货币战争、制造金融危机，金融资产的定价、衍生产品的操纵、虚拟经济的价值和货币扩张、国际市场下货币汇率的控制等是他们最好的金融武器。对货币和其他金融资产的定价是一个战术的问题而不是战略的问题，正是这个战术原因让当代金融市场迷茫，使世界疯狂。

第三章

設計概念



目錄

第1章 治世还是乱世：原生资产及其衍生品

第1节 原生资产及其衍生品

前面所讲的都是涉及整个货币金融体系变换的问题。而在货币金融体系中，还有许多技术性的操作手段，这就是金融资产及其衍生品。

原生(Underlying Assets)资产及其衍生品已经成为当今金融市场的重要工具。有人说它们增加了市场的流动性，增加了信息的透明度，因此有利于规避风险，抑制经济波动。然而在历次金融危机中，正是它们成为兴风作浪的武器，能够在瞬间调动大量资金，摧毁一个国家的经济，使得运用它们的人获得巨额利润。金融资产及其衍生品始终隐藏在神秘的面纱背后。它们的原理是什么，如何进行运作，对于普通人来说就像传奇一般。“治世之能臣，乱世之枭雄”，这话用在金融品上，恐怕是再贴切不过了。

其实原生资产及其衍生品的原理是很简单的。

原生资产，是指用以买卖并具有现金流的标的物，也叫做基础资产。

衍生品，指将原生资产和约定的未来交易方式结合在一起构成的新资产。由于当前约定的未来交易方式的标的为原生资产，所以它是原生资产衍生出来的，因此叫做衍生品。

没有原生资产，就没有衍生品。衍生品的最大特征是跨时交易。

未来的交易方式可以任意约定，但是，达成协议的时间点是当前。

如果交易双方约定，在未来特定时期、以特定价格买卖特定数量的特定资产，则此约定为期货合同。更严格地说，如果此约定是期货交易所制定的标准化合约，则为期货合同；如果此约定由买卖双方自行签订，则为远期合同。

如果交易双方约定，在未来特定时期相互交换特定数量的不同资产，则此约定为掉期合同。

如果交易双方约定，在未来特定时期、以特定价格买卖特定数量的特定资产的权利，则此约定为期权合同。期权合同有在交易所上市的标准化合同，也有在柜台交易的非标准化合同。

为了规避大量买卖原生资产所要求的保证金，交易双方可以约定在未来特定时期交易原生资产的市场价值与特定价值之差额。这本质上与前三种衍生品没有不同，但因为标的物的价值仅仅为差额，故所需要的保证金要小得多。

第 2 节　四两拨千斤：衍生品的保证金

衍生品的重要作用是跨时交易。虽然就协议内容来说，其约定的未来价格是无风险的，但协议本身却有违约风险。为了确保协议在未来被遵守，协议义务方要支付保证金。

在交易所交易衍生品时，交易双方各自与交易所进行交易，由交易所作为清算机构来保证协议执行，这便消除了当事人对交易对手违约的担心。由于交易所承担了违约风险，因此其要求协议义务方交纳一定数额的保证金，并每天对保证金数额进行评估，以要求义务方相应做出调整(逐日盯市制度)。如果义务方无能力缴纳被要求的保证金数额，交易所便有权使用义务方既有保证金，按现价购买与义务方相反操作的衍生品，对冲掉义务，这就是强制平仓。

如果衍生品交易不通过交易所，而是私人之间进行，则双方当事人都在一定程度上面临对方违约的信用风险。

交易所要求的保证金数额并没有一定之规，不同国家、不同交易所有不同的保证金规定。一般说来，其流程如下(具体数值根据实际情况会有所不同)：

衍生品义务方要在交易所开立保证金账户。初始保证金通常是交易所认为合约价值在一个营业日里可能发生的最大变动数额。维持保证金通常是初始保证金的 75%。交易所在每个营业日末计算义务方的账面损益。账面损益与前日保证金之和等价于客户当日在保证金账户存放的资金。在赢利情况下，义务方

可随时提取超额部分；当亏损使得保证金余额降到维持保证金数额以下时，交易所即通知义务方客户接到交易所追加保证金通知书后应立即补足差额使之恢复到初始保证金水平，否则交易所将予以强制平仓。当然，也可以理解为，每个营业日交易所都会重新计算初始保证金和维持保证金。

这里的关键是，交易所计算的是交易者当日的账面损益，而非实际损益(对于衍生品来说，实际损益只有到期那一天才能确定)。或者说，交易所计算的是原始资产当日账面价格所决定的保证金。不过，如果交易者出现巨大账面亏损，以致保证金数额巨大，没有能力追交保证金，则将被交易所强制平仓，账面亏损就转化为实际亏损。

由于初始保证金的基准是合约价值在一个营业日可能发生的最大可能变动数额，而非全额支付原始资产价值，所以交易者只要很少的保证金就可以签署数倍于此的远期交易，这就是衍生品四两拨千斤的杠杆作用。

但即使交易者对协议到期时的原始资产价格判断正确，如果在到期前原始资产价格出现不利于交易者的巨大变动，使得交易者出现巨额账面亏损，保证金数额剧烈增加，导致交易者无力追交保证金，因此被强制平仓，则交易者的巨额账面亏损也会转化为现实亏损，从而无法支撑到协议到期的那一天。所以在金融战中，甲方拼命把原始资产价格朝不利于乙方的方向打压，并不是说甲方有信心把资产价格长时间地打压下去，而是说他只要将资产价格压到乙方无力支付保证金的程度就行了。

对交易所来说，由于每天都会盯住并调整保证金数额，其最低保证金数值也能基本保证交易所承受原始资产价格一天内的最大波动，所以承担的风险很小。

第2章 螺蛳壳里的金融理论

第1节 时空互换的金融隧道：风险收益率

资产(即原生资产或基础资产)，跟资本的含义是一样的。资产分为实物资产和票据资产。票据资产是实物资产的符号。

无论实物资产还是票据资产，都以未来获得收入(实物收入或者货币收入)为条件。如果一种物品只能用于现在消费，而不能用于未来获得收益，那么它就是消费品，而不是资产。

由于资产不用于当期消费，因此其未来的收益流是资产的唯一标志。未来的收益流既可以是确定的，也可以是不确定的随机分布。

未来收益越不确定，也就是说未来收益流的随机分布方差（标准差）越大，那么在获得同样期望收益的情况下，人们拥有资产的风险就越大。因为此时资产的未来收益流可能很高，也可能很低，波动很大。

对于高风险偏好的人来说,这种波动会受到欢迎,因为如果未来收益流很高,则会给他们带来更多的满足,因此他们并不在乎未来收益流很低的可能。这种人就是典型的赌徒,只是看到高收益而兴奋,却不关心输的可能。这种人属于风险偏好型。

而更多的人比较保守一些。他们受到一定幅度的损失所产生的痛苦比获得同样幅度的收益所产生的快乐要大得多。因此，他们希望稳定，而不希望太多的波动。这种人属于风险规避型。

介于两者之间的人属于风险中性型。这样的人只关心未来收益流的期望值，而未来收益流的波动与否，对他们来说是无所谓的。

很显然，如果两个资产，其未来收益流完全一样，波动的时间、大小和方向都完全一样的话,这两个资产的价值就应该是相同的。因为前面已经说了,资

产的未来收益流是资产的唯一特征。如果两个资产的市场价格不同，我们就可以用零成本获得套利收益。例如，借入高价格的资产并卖出，然后购买低价格资产，并以低价格资产的现金流归还借主。这样就获得了高低价格之间的差额收益。

继续以上套利过程，可以获得无限的套利收益，直到高价格资产不断被抛出而降价，低价格资产不断被买进而提价，最后两资产的市场价格完全相同，套利无法进行为止。

这是最简单的套利，但它是金融市场中，所有金融武器兴风作浪的最基本的原理。

但最麻烦的是：在未来收益流不同分布的资产价格之间，如何确定它们彼此的比值？

这就要引进风险收益率的概念。

风险收益率，就是与未来现金流对应的风险波动率下，未来现金流与资产现价的比值。

风险收益率有两个因素：一个是风险波动率；一个是收益期望值，也可以说是资产价格漂移值。前者体现风险因素，后者体现收益率的平均值大小。

在同样的风险波动率下，显然收益期望值越高，人们越喜欢；在同样的收益期望值下，人们根据自己的风险偏好，也会选择相应的最大或最小风险波动率。

假定整个社会是风险规避型，即都不喜欢风险，则随着波动率的增加，人们对既定期望收益率的喜爱降低；随着期望收益率的增加，人们对风险收益率的喜爱提高。

这就意味着，任意两个风险收益率，不管其期望收益率各自为多少，只要能分别调节其风险波动率，总可以让人们对这两个风险收益率的喜爱程度相同。当然，由于风险波动率不能为负，因此期望收益率不能低于波动率为零的无风险收益率。

同样，任意两个风险收益率，不管其风险波动率各自为多少，只要能分别调节其期望收益率，也总可以让人们对这两个风险收益率的喜爱程度相同。

这样，不同的风险波动率、期望收益率组合成的风险收益率总体就构成了一条曲线，这在经济学上叫做“等效用线”。凡是在等效用线上的风险收益率，对于人们来说，都是一样的受欢迎。

资产是用来获得未来收益，而不是用来直接消费的。因此资产价值直接取决于其未来收益的大小。风险收益率对于计算资产的现价至关重要。以一年风

险收益率来说，某资产一年后的价值等于资产现价与资产现价乘以风险收益率之和。反之，我们知道了一年后资产的价值，也就可以根据风险收益率计算出资产现价，它们是一个逆运算。这样，如果我们知道资产未来的收益流，又知道其对应的风险收益率，就可以计算出资产的现价。

使得未来财富和当期财富相互转化的桥梁，就是风险收益率。

未来收益越大，收益的时间越长，资产现价就越大；反之，资产现价就越小。对拥有资产的个体来说，资产价值能让他把未来财富抵押为当期使用。即使一个人当期没有任何可供消费的东西，但如果他能保证在未来有一大笔资金收入的话，很显然这个人就不是个穷人，他可以把未来财富变现，然后换取任何他想要的东西。

当然，反过来，一个人也可以把他当期的财富换成未来的收益流。

资产实际风险收益率必须和社会的均衡风险折现率比较才有意义。均衡风险收益率是社会平均要求的收益率。如果资产实际风险收益率低于(高于)均衡风险收益率，那么这笔投资就是不划算(划算)的，人们将不愿意(热衷于)进行这样的投资，因此资产价格将降低(提高)，而资产价格降低(提高)会使得实际风险收益率提高(降低)，最后达到与均衡风险收益率相同。而与均衡风险收益率相同时的现价，就是均衡价格。

风险收益率是时空互换的金融隧道。通过它，人们可以透支未来财富，在瞬间积聚起大量资本。

然而，这种时空互换仅仅是针对个体的。对于宏观来说，就不再适用了。

第2节　风险干涉

所谓风险，就是某数值具有方差(或者标准差)的概率分布。我们也可以把它看成是一种波，即概率波。以期望值为中心，概率波的每一点可以用位移来确定。两束概率波叠加在一起，如果其波动位移经常反向，例如当一个波取大值时另一个波取小值，则两束波被削弱，此为负相关。如果波动位移经常同向，则两束波被加强，此为正相关。如果波动位移之间始终保持一个常数比例，则称两束波为线性相关。正常数为正线性相关，负常数为负线性相关。

显然，如果两种风险的波动位移之比例始终为 -1，则两种风险相互完全抵

消。这就是风险的对冲。如果两种风险的波动位移之比例始终为1，则两种风险是完全相同的。这就是风险的复制。

负线性相关的风险叠加，风险被削弱得最多；正线性相关的风险叠加，风险共振最大。

因此，要降低资产的风险，就要尽量组合进彼此负相关的资产。这意味着持有太多的同类资产是风险最大的——因为同类资产正线性相关，会形成风险共振。

第3节　致命错误1：混淆实物与货币的资产定价

在现实经济生活中，人们关心的并不是单个资产的风险收益率是多少，而是自己持有的所有资产，其共同的风险收益率是多少。

某种资产为资产组合增加的期望收益率与增加的风险波动率之比越大，则这种资产就越值得增加持有。反之，这种资产就要减少持有。

前面风险干涉中已经述及，资产组合的原则是要尽量减少同种资产或强正相关资产的数量，尽量增加弱相关或负相关资产的匹配。由于减少资产数量和增加资产匹配本身是一个数量平衡的过程，这便决定了在资产种类和资产总价值一定的情况下，资产的数量不能太小——太小了就无法匹配抵消，也不能太大——太大了则自身共振太强。因此，以一定的数量和比例使得整个资产组合得到人们最满意的风险收益率，这样的资产组合才是最优的。

说起来，资产定价原理也并不复杂，但是，其在理论上却是出了大大的问题。但凡西方经济学的资产定价理论，无不混淆了资产的实物形态和货币形态。实物形态资产的收益率分布是既定的，因为这仅仅取决于实物数量；而货币形态资产的收益率分布则不确定，因为价格可以变化 -- 否则也不需要定价了。

而资产定价模型或者将资产的货币收益率混淆成实物收益率，假定其为既定数值，或者将资产的货币价值变化，混淆成实物数量变化，放入实物效用函数中。然后，调节各资产的持有比例，或资产与消费的比例，得到最优组合。在此最优组合时得到资产收益率及资产与组合之存在函数关系。资产定价理论以为这就是资产均衡关系。这样，就可以由资产与组合的信息，倒推出资产收

益率。已经知道资产未来收益绝对量，根据收益率就可以计算出资产均衡价格。这就是所有资产定价理论都脱不了的套路。相反，假定实物收益率不变而货币收益率可变，这正是《国计学》资产定价模型遵循的思路。

以假定资产货币收益率不变为例。资产收益率分布不变，而资产未来现金流也不变，则资产价格就不可能变化，因为资产价格等于资产收益绝对量除以资产收益率。这意味着在题设上，资产价格已经被固定了，后面的任何推算，都不过是得到循环论证的恒等式，根本就无法通过优化计算出什么新的均衡价格。

西方经济学设计了很多稀奇古怪的资产定价模型。在收益率分布既定的假设下，不同的模型有着不同的古怪结论，与其说在进行科学推理，倒不如说在弄数学游戏。其总是不断推出新的资产定价模型，试图弥补旧模型的荒谬之处，但新模型总是又展现出更荒谬的地方。不过这些相互弥补荒谬的模型(仅仅指定性上就是荒谬的，定量的精确性，则根本无法相互弥补)却构成了一个诡辩体系。当你指责这个定价模型有哪点荒谬时，辩护者立刻会给你举出第二个模型弥补了这个荒谬。然后你不得不继续去指出第二个模型的另外荒谬之处，但辩护者会给你举出第三个模型弥补了这个荒谬。你将不得不继续去指出第三个模型的其他荒谬之处。试图从西方经济学的结论上驳斥，那往往是徒耗时间。必须从其最基本的推理逻辑来驳斥。对于一般人来说，则完全不具备这样的能力。在资产定价理论中，有 CAPM、CCAPM、ICAPM，价格核理论、鞅理论等，其从 CAPM 最简单的概率论到 CCAPM 等的跨期动态优化，再到跨期动态优化与随机过程融合，能用多么豪华的数学就用多么豪华的数学，直到质疑的人因为不懂复杂数学而失去发言权，被吓退为止——其实所有这些吓人的纸老虎，都是假设资产收益率分布既定的。

因此，一般人与这些诡辩者辩论的结果，一定是诡辩者不断抛出新的学术名词、新的理论模型，来使一般人没有能力深入探讨，以相信权威为理由而告终，但绝对没有让一般人恍然大悟而告终的。

以获得诺贝尔经济学奖的资产定价 CAPM 为例，其竟然认为人们的风险偏好不影响资产价格。

在 CAPM 的证明过程中，假定整个社会是所有资产持有主体，然后调节各个资产持有数量的比例，来达到在社会平均收益率水平下最小的组合风险波动率。

再根据计算出来的各资产数量比例、最小组合风险波动率，得到各个资产对资产组合贡献的均衡风险收益率之关系。这样，只要我们知道任何一种资产对资产组合贡献的均衡风险收益率，就可以推算出任何为资产组合贡献某风险的资产之均衡收益率。得到均衡风险收益率后，我们就可以为资产确定均衡价格了。

最后，此证明得到了一个惊人的结论：资产价格中没有出现人们的风险偏好参数，而是由资产价格波动率等客观经济参数来决定。这意味着人们对风险的偏好不影响资产的均衡价格，资产的均衡价格取决于客观存在的资产价格波动率等参数。换句话说，资产均衡价格是不以人们的主观判断和风险偏好为转移。这就是资产定价的风险中性。

如果这样的话，资产的价格就有了客观的锚。

这是违反人们的常识的。显然，人们的恐慌心理能够引起股市的大起大落，而不是对股市没有影响。那么，问题出在哪里呢？

答案是，问题出在 CAPM 的证明过程里。

本来，人们在选择资产来进行优化组合的过程中，对资产的增加持有或抛售会改变资产供需关系，由此改变资产价格，从而改变风险收益率，也就改变了风险收益率的波动方差。而在 CAPM 的证明过程中，所有资产的风险收益率之波动率方差，在优化前后始终为常数保持不变，就是说所有资产的风险收益率在优化前后都不变。这意味着在 CAPM 的论证过程中，已经无意地设置了“资产价格在优化前已经处于最优均衡”的前提，那么推导出的结果自然是循环论证。而人们的风险偏好参数自然也就对资产均衡价格没有任何影响了。

因此这是一个数学计算上的错误。这个数学错误导致了本书后面将要讲的

诺贝尔经济学奖获得者
(CAPM)：William F. Sharpe

诺贝尔经济学奖获得者
(CAPM)：Merton H. Miller

诺贝尔经济学奖获得者
(CAPM)：Harry M. Markowitz

一系列金融危机。

《国计学》对CAPM的这个定价问题进行了纠正，从而把人们的心理风险偏好参数放入了资产均衡价格中。在数学计算错误得到纠正后，人们的风险偏好将直接决定各资产的均衡价格，股市大起大落与人们心理的关系在结果中一目了然。

第4节　均衡风险收益率的组合和替换

1. 均衡风险收益率的组合：风险对冲与无风险套利的本质

若某资产现金流为其他均衡资产现金流的线性组合，则此资产的均衡价格为各资产均衡价格的线性相加，此资产组合风险对应的风险收益率为各资产风险收益率的线性相加。

这保证了只要完全抵消或者复制自身风险，则系统风险也自动抵消或者复制的性质，从而保证了线性相关资产价值加总的风险中性。它成为均衡资产价值及其收益率相加为算术相加的理论基础。

否则，同样价值的几个资产，若几个资产完全一样，则会出现风险共振，由此风险会很大；若几个资产的风险彼此干涉抵消，则其总风险极小。很显然，虽然这两种组合的价格都是一样的，但是对于持有者来说风险完全不一样，因此价值就不同，从而无法定价。

其实这个原理很简单，就是说，任何产品，它的价格由社会决定，而不是由个人决定。例如1个苹果，它的价格是1元，那么如果有10个苹果，对于个人来说由于边际效用递减，可能就不值10元，但这不妨碍它的总价为10元，因为这是它的社会价格。无非是个人觉得不需要那么多苹果而不愿意出10元，少买一些而已，但这并不影响苹果的价格。当然，如果整个社会都觉得苹果过多了，则苹果价格将会下跌。因此，是整个社会的偏好决定了资产的价格。

根据以上原理，如果两个未来现金流完全相同的资产相减，其未来现金流总和为零，那么其均衡价格也为零。这就是对冲。如果其中一个资产的价格没有均衡，那么对冲的结果是在没有任何风险的情况下，总价值不为零，这样就获得了无风险套利的机会。

2. 均衡风险收益率的替换

在处于均衡价格的几种资产之间，同样价格的不同资产对于人们来说价值是一样的，这很好理解；不同资产的各自风险收益率必定处于相同等效用线上，这也很好理解。因此，如果我们把处于均衡价格的甲资产之未来风险收益率替换为处于均衡价格的乙资产之未来风险收益率，对于我们来说，甲资产的现价不会有任何变化。

但这并不是说甲资产的未来价格也不会有任何变化。因为替换过程中，不仅仅是期望收益率被替换，风险分布也被替换了，因此才叫做风险收益率的替换。而不同的风险收益分布必然导致以后的实际收益不同。

所以，如果要对资产的未来现金流进行操作，就不允许进行均衡风险收益率的替换。因为一旦进行替换，则资产的未来现金流就变了，其操作必定失真，计算出来的结论也就会错误。在衍生品价格计算中尤其如此。

3. 非均衡风险收益率的组合、替换和变化

前面所说的风险收益率的组合和替换，前提是它们都必须是均衡的。如果不均衡，则不能保证前面结论的成立。很简单，如果不均衡，则有套利存在。而人们是无法确定套利下的资产价格之间的关系的。即使是两个完全相同的资产，如果允许套利存在，则它们的价格也可能不同。因此，所有关于均衡风险收益率下的原理均会失效。

在 CAPM 中，资产价格不随人们的偏好而发生变化。但那是计算错误使然。在纠正后的理论中，人们的心理波动也将引起资产价格的波动，从而使得价格向新的均衡移动。此时，既有均衡价格的一切结论对此资产不再成立。

4. 套利、无风险套利和套现

无套利条件，理论意义上是指任何人都不能获得超过均衡风险收益率的额外收益。

因此，“套利”就是指获得超过均衡风险收益率的额外收益。

套利收益可能是有风险的，指当事人获得超额风险收益。但那仅仅是个期望值，并不一定能获得超额实际收益。要构造必定发生的套利，就必须构造无风险套利。即通过各种均衡资产的组合消除掉风险后，能获得超过无风险收益率的超额无风险收益。

无风险套利是可以实现的套利。

将无风险套利折算成现值获得其收入，就叫做“套现”。

在缺乏可以对冲风险的金融品时，人们无法将套利转化成无风险套利，但这并不意味着套利不存在。

第5节　致命错误2：衍生品定价的风险中性

关于衍生品，本书已经有初步介绍。现以期权为例做具体分析。

期权是在某时间以约定执行价格进行交易的权利而不是义务。这就是说，在这个时间，期权持有人如果看到约定执行价格与市场价格的偏差对自己不利，就可以选择不交易；如果看到约定执行价格与市场价格的偏差对自己有利，就可以选择交易，以赚取差价。

例如买进期权。如果在约定的时间内，市场价格高于约定执行价格，则期权人将执行期权，以较低的约定执行价格购买证券，赚取与市场价格之间的差价。若市场价格低于约定执行价格，则期权人不会执行约定价格，从而避免了强制执行约定价格带来的损失。

从上例可以看到，期权其实也是证券交易的一种方式。

但是期权本身的权利和义务设置是单方面的，期权持有人享受只赚不赔的权利，而对方却承担只赔不赚的义务，因此，期权本身就必然具有价格。

期权的价格，从理论上讲，应当等于期权由于单方面的权利而给期权人带来的价值。或者说，应当等于期权由于单方面的义务给对方带来的损失。只有这样，才能满足无套利条件。

任何时刻，期权的未来收益分布都是不规则的，而不像一般资产未来收益那样服从正态等规则分布，它是基础证券价格高于或低于某一数值时才产生的收益。因此，人们感觉无法用资产定价的风险收益率原则来为其定价。

经典衍生品定价理论认为，既然是对基础资产未来现金流的某种操作，那么基础资产的当期均衡价格和距离操作时刻的时间就决定了操作时的现金流分布以及操作结果到当期的贴现时间，这样就决定了衍生品的价格。因此，衍生

品价格由两个变量决定：基础资产的价格和此价格的时间。即衍生品价格是基础资产价格和距离执行的时间之函数。

在假定基础资产连续细微随机波动的情况下(即基础资产价格服从带漂移的布朗运动)，对衍生品价格的泰勒展开将展开到二阶项，三阶以上的项均趋于零。这样，在微分展开式中，衍生品价格变化要素的构成有三项：一是时间因素引起的衍生品价格变化，在金融学上的术语叫 Theta；二是基础资产价格一阶变化所引起的衍生品价格变化，在金融学上的术语叫 Delta；三是基础资产价格二阶变化所引起的衍生品价格变化，在金融学上的术语叫 Gamma。

经典金融理论认为，Gamma 项是基础资产价格变化的平方，在维纳过程中，其等于时间长度。将每一瞬时资产价格跳动的平方加总，几乎没有任何偏差地等于时间整体长度(即标准差趋于零)。因此，在微分方程中，价格瞬时变化的平方也就没有任何偏差地等于这个瞬时时间的长度。所以，二阶项也即 Gamma 项无风险。

这样，在瞬时的衍生品价格变化中，导致其出现随机波动的就只有一阶项，即基础资产价格变化的一次方。如果衍生品中反方向组合进相应瞬时一阶项系数份额的基础资产，则基础资产的波动与衍生品价格的波动相互抵消，最后成为瞬时无风险资产组合。而在均衡要求下，无风险的资产将获得无风险均衡收益。此时，就是一定比例的基础资产与衍生品组合，获得无风险均衡收益。如果我们已经知道基础资产现价，就可以计算出衍生品的价格。

因此，衍生品定价中，基础资产和衍生品的风险对冲或者复制，是定价的基本原理。

由于基础资产和衍生品的对冲组合只获取无风险收益率，因此对于计算衍生品现价来说，基础资产的收益率并没有进入价格之中。

现在可以得到衍生品定价的第一个风险中性结论：衍生品价格与基础资产收益率无关，所以也就与人们对基础资产的风险偏好和期望收益无关。

从推理过程可以看到，只要基础资产服从此分布，无论其是否处于均衡价格，似乎对定价都没有影响。因为即使基础资产存在套利的非均衡波动，也在对冲或者复制过程中被抵消，从而构造出无风险组合。

由此，第二个风险中性结论出现了：默顿等人宣布，衍生品的价格与基础

资产价格是否均衡无关。

不仅如此，阴差阳错，通过对冲复制的方法计算出来的衍生品价格之解析式，竟然是把基础资产的收益率置换成无风险收益率时(方差和分布类型不变)，衍生品之期望值以无风险收益率的贴现。这意味着不管基础资产的收益率是多少，统统将其置换为无风险收益率，然后计算衍生品的期望值，最后再以无风险收益率贴现即可。这就是大名鼎鼎的“鞅定价”。

好了，让我们回过头来总结衍生品定价中提出的结论：

（1）衍生品价格与基础资产的期望收益率无关。

（2）衍生品价格不以基础资产的价格是否均衡为前提。

这样，衍生品的定价不再需要煞费心思地去分析基础资产的基本面、其未来收益和价格走势，只要把公式一套，衍生品价格就出来了。

这极大地违反了常识。然而，违反常识，正是经济学金融学理论的得意之处：若没有违反常识的地方，它们也就显现不出自己的价值所在。

致命的错误是：衍生品的收益分布仅仅是基础资产收益分布的一部分，两者的收益分布仅是局部线性相关，而非全局线性相关。因此市场完全可以变化，在保持与基础资产协方差不变的情况下，改变与衍生品的协方差。或者更准确地说，市场可以在保持与基础资产系统风险不变的情况下，改变与衍生品的系统风险。这样，就可以在保证基础资产收益分布不变时，导致衍生品的价格变化。因此，市场变量，也是衍生品价格的决定因素之一。

简单地说，经典衍生品定价理论认为，衍生品价格可以表示为 $V(S, t)$，其中 S 为基础资产价格，t 为时间。而事实上，衍生品的价格应当表示为 $V(S, t, M)$，其中 M 为市场变量。

由于经典衍生品价格表达式中没有市场变量，因此，计算出来的结果与市场无关就是很自然的了。但这并不是真的无关，而是表达式中漏掉了市场变量而导致的。

尤其要指出的是，这个市场变量的存在没有改变经典衍生产品定价的任何假设。因为市场变量的引入，并没有影响基础资产收益分布。所以，这不是对经典衍生品定价的修改，而是直接说明经典衍生品定价就是错误的，任何在经典衍生品定价公式上所做的修补工作自然也是错误的。

第6节　真正的微观资产及其衍生品定价

那么，如何为金融基础资产定价呢?

首先要分析确定基础资产未来的现金流，这是价格分析的基础。然后纠正错误的数学计算，在优化时允许收益率协方差随着资产价格的变化而相应变化。最后得到包含社会风险偏好的资产定价公式。

这就是国计学风险定价模型。此风险定价模型可以包含大盘的变化，因为大盘的变化将导致资产总价值成比例变化，从而对总收益率协方差产生影响，决定大盘变化中单个资产的均衡风险收益率。此时，决定资产价格的有社会平均风险偏好、利率水平、信贷扩张水平、物价指数等，它们在定价模型中构成相互作用的关系，成为连接宏观经济和微观金融定价的一座桥梁。

金融基础资产定价从基础理论上解决了，但其衍生品如何定价呢?

衍生品的各种古怪收益概率分布给其定价出了个难题。不过,如果我们回到基础资产定价中的系统风险来看,其实是得来全不费工夫。事实上,衍生品的古怪收益分布都是从相应基础资产的收益分布中截取部分分布拼凑而成的。既然基础资产收益分布的任何部分对系统风险的贡献都会直接体现到其均衡收益率上,则衍生品的均衡收益率也就取决于衍生品的系统风险贡献,而不需要过多考虑衍生品奇怪的收益分布形状。这就把衍生品定价与基础资产定价统一起来了。

衍生品均衡价格与被剪辑的基础资产收益分布相关，而基础资产收益整体分布之系统风险总值并未包含其部分分布之系统风险结构信息，所以用基础资产来复制衍生品之风险，就必然有问题。

按照以上方式重建的金融理论将使得我们回归到真实的现实。基础资产的价格再不是与人们风险偏好、宏观经济政策等因素无关,衍生品的价格再不是与基础资产的收益率及其分布无关,更不是与基础资产价格是否均衡无关,任何衍生品的定价都要求我们去分析衍生品未来收益分布的每一部分对系统风险的贡献,这必将进入基础资产未来收益分布的结构性分析。这才是我们所熟悉的现实世界。

同一个现实，不同的理论，给我们描绘出不同的图像。

第7节　现实操作：有限对冲与风险分离

现实之中，想透彻分析资产的均衡价格，或者清楚地分析资产未来的现金流分布，几乎是不可能的事情。因此根据本理论计算出来的结果只能供参考。不过，结果虽然仅供参考，但是其经济金融运行机理却是现实操作时必须遵循的。

既然我们不可能准确分析出资产价格的每一个参数或者分布，则现实的操作就要充分利用自己已经分析出来的信息来获得收益，而规避掉自己没有分析出来的信息可能带来的风险。这种操作方法在理论上可以做到，在现实中也常常被使用。

在学习金融知识的过程中，很多读者很疑惑，在金融风险对冲中，往往是一个买进一个卖出，两者风险互相抵消，的确达到风险为零了，可是这收益也没了。那这种对冲有何意义呢？

当然有意义。那就是资产持有者以放弃风险收益的代价来规避掉自己无法把握的风险，只留下自己通过特殊信息可以把握的可承受的风险收益。这种通过特殊信息把握的可承受风险，包括获得无套利的风险收益和套利风险收益。

一般来说，非金融行业单位，其对冲的主要目的是在自己可承受风险的范围内获得低风险的收益，使资产得以保值。例如某企业一个月后将向别人支付1万美元。此企业对金融市场交易不在行，并不指望通过金融市场的操作获得超额收益，其唯一要求就是到时候具有此支付能力，以不对企业经营造成威胁。在这种情况下它就可以采取对冲行为，即现在买进1万美元，存入银行，一个月后将1万美元用于支付，并同时获得无风险收益，从而规避汇率波动的风险。这是最简单的对冲。

而金融投机机构尤其是对冲基金，是绝对不能允许通过对冲最后只得到无风险收益的。它们通过对某支股票的分析，认为这支股票具有套利机会，但未必就能获得套现收益。例如，这支股票相对大盘上扬，但是大盘本身如果也在下跌的话，则这支股票的实际价格也可能是下跌的。这样，套利对冲基金虽然选到了好股票，但是在大盘下跌的情况下，并不能保证好股票有好价格。此时，套利对冲基金所需要的就是对冲大盘风险。具体操作是：套利对冲基金买进这支股票，然后卖出股指期货(即相当于卖出大盘)，当未来股指下跌导致这支股票价格也跟着下跌时，则被股指期货对冲，从而抵消掉大盘下跌的影响，获得这支股票相对大盘

上扬部分的收益。如果未来股指上扬，则股指期货的执行对于套利对冲基金来说是亏损，但是大盘的上扬价格也包含在这支股票的价格上扬中，因此最后还是使得这支股票中的大盘亏损被抵消，获得此股票相对大盘上扬部分的收益。

当然，这些对冲的前提是市场上没有对被对冲资产的价格走向的一致性判断。如果出现一致性判断，就谈不上什么对冲，因为所有人都买或者所有人都卖，等价于所有人都无法买，或者所有人都无法卖。

由此也可以看出，有限对冲的根本目的在于分离风险，即将不能把握的风险对冲分离出去，留下可以把握的风险。这本身要求对冲者至少对留下的风险具有超越市场的把握能力，或者有特殊的承受能力。

第8节　脱掉对冲基金的外衣

关于对冲基金运作的基本原理，本书已经介绍完毕。现在来介绍对冲基金本身。

对冲基金的基本操作方式，是通过对市场的操作和分析，对冲分离掉自己不能把握的风险，留下自己能把握的风险收益。

由于衍生品交易不需要立即支付现金，只需要支付部分保证金，特别是还可以交易未来执行价格与市场价格的差额，所以很少的资金就可以签署大额衍生品合约，从而调动大量资金。因此对冲基金的另一个操作方式是充分利用衍生品的高杠杆性。

不过，衍生品的高杠杆性在带来高期望收益的同时也会带来高风险。一旦未来预期错误，巨额的衍生品合约金额必然带来巨额亏损。

当对冲基金不能左右市场时，其高杠杆对应的风险收益率用均衡风险收益率来理解是没有问题的。但是，当对冲基金能够左右市场时，其高杠杆性将成十倍地增强其资金实力，干预市场并使之朝着有利于自己的方向变动，从而降低高杠杆风险，扩大收益。此时再用均衡风险收益率来理解其高杠杆性就不再合适，而应该把对冲基金视为市场操纵者，衍生品成十倍地助长了对冲基金的操纵能力。

对冲基金，主要分为套利对冲基金和宏观对冲基金。

套利对冲基金，主要是根据自己对市场上资产的分析找出套利机会，然后通过对冲手段将非套利的风险及其收益对冲掉，以获得剩下的可承受风险及相

应的套利收益。套利对冲基金的操作相对微观，并不是通过控制一国经济来获得套利。当然，其在操作中必须考虑到宏观经济对资产价格的影响，否则必然会出现定价错误，由此获得意外的损益。

一般情况下，套利对冲基金有益于稳定一国金融。因为它是寻找市场的缺陷，并及时予以弥补。但如果形成群体性恐慌，它也会加剧一国金融的波动。

宏观对冲基金，则是通过对一个国家的宏观经济造成冲击——由于这种冲击是由它们自己发动的，因此它们掌握此冲击的特殊信息，它们改变资产的现金流分布，或者改变社会心理预期，或者改变宏观经济如货币物价指标，或者迫使政府改变利率、汇率等，从而使得资产价格朝着它们预期的方向运动。而在发起此冲击前，宏观对冲基金和市场大量签订以当时市价确定的买进(或卖出)期权或者期货合同——何时如何发起冲击，只有宏观对冲基金自己知道，所以市场无法提前反应，因此给予了宏观对冲基金签订这种远期合同的机会。一旦宏观对冲基金冲击得手，市场如其所料那样上升或者下跌，则宏观对冲基金执行期货或者期权合同，以较低的执行价格买进或者以较高的执行价格卖出，从而赚取价格差收益。

宏观对冲基金对被攻击国有百害而无一利。宏观对冲基金甚至可以挟持套利对冲基金，共同攻击被攻击国。

有时宏观对冲基金同时对多个宏观经济指标采取套利对冲策略，如果政府的各种调控措施都落入宏观对冲基金的预料中，则政府的每种调控措施都将给宏观对冲基金带来巨额套利收益。宏观对冲基金甚至可以构造出无论市场上升还是下跌都可以对冲套利的资产组合。当然，天下没有只赢不输的投机策略，在市场不波动，即既不上升也不下跌的时候，这种资产组合的损失将会很大。

因此，宏观对冲基金并不是不可以打败。任何投机性的资产组合，不可能只赢不输，也不可能只输不赢。问题在于，政府要将经济调控到宏观对冲基金资产组合亏损的区间，或者从政策上阻止宏观对冲基金的对冲套利行为。这就是很多政府不惜代价保持经济稳定的重要原因。

套利对冲基金也好，宏观对冲基金也好，都是应用了《国计学》微观金融定价的原理，充分调用一切影响资产价格的因素来操纵市场。可以想象，如果对冲基金的对手仍然笃信西方经济金融理论，必然死无葬身之地。

第3章　宏观的颠覆：走向现实

第1节　数学包装下的金融占星术

俗话说，“覆巢之下，安有完卵”。

前面讲的金融资产定价，都是微观金融定价。所谓微观金融定价，就是假定资产的性质是稳定的，即资产的未来现金流分布稳定。换句话说，就是把资产未来的现金流分布看做是资产的个体自然属性，而不认为其具有被社会关系所左右的社会属性。西方经济学理论认为，每个资产都是一棵独立的果树，这棵果树每年结多少果子，只取决于这棵果树自身的自然属性，而与其他果树无关。由此，这棵果树价值多少，就是由其未来在多少时间能生产多少果子来贴现所决定的。而金融理论又把其定价过程中人们的偏好去掉了，呈现出偏好和风险的中性，那么人们的评价也不能影响果树的价值，于是，这棵果树的价值就是天然确定的，其他任何人、任何果树都不能改变这棵果树的天然价值。

这样一个金融价格系统是一个孤立静止的孤岛系统。当它面对复杂多变的宏观经济体系的时候，就必然要崩溃。

本书已经论证，人们的风险心理、对未来预期的变化会改变金融资产及其衍生品的均衡价格，从而引起金融动荡。

而在宏观经济下，微观金融只不过是滔天巨浪中的一叶扁舟，没有什么真正的稳定可言。稳定只是短暂的、相对的；不稳定才是长期的、绝对的。在滔天巨浪中驾驭扁舟的唯一办法是看清前方及周围的大浪，然后采取相应措施，而绝不是闭上眼睛想象自己是在一个有着微微涟漪的池塘里，根据池水的微微动摇来轻划小舟。

在国家宏观经济发展良好的时候，各种资产利润丰厚，现金流扩大，投资

需求扩大，资产价格普遍上扬。这体现了宏观供需规律。而如果国家经济失去平衡，需求不足，则质量再好的产品也销售不出去；投资需求萎缩，则质量再良好的资产价格也会下跌。

在微观资产物理性质不变时，宏观经济的运行可以改变微观资产的未来现金流分布，以及人们的风险偏好、收益预期、预算约束、货币投放，从而改变资产的收益属性和评价，最终使得微观资产价格出现巨大改变。

以美国次级贷款为例。在美国经济的长期繁荣之中，房地产价格一直坚挺，支撑其坚挺的是其未来的现金预期收益。于是，信贷公司允许即使资金极为匮乏的人也通过信贷来支付房款买房。银行控制信贷风险的办法很简单：以信贷人买的房子作为抵押。如果信贷人没有能力按期归还信贷，银行便收回房子拍卖，将拍卖收入偿还信贷。通过这种方式，银行仿佛把信贷不能偿还的风险控制到了最低限度。然后信贷公司将债权和抵押捆绑在一起，作为债券进行销售，以换取现金，来进行下一轮的房贷。房贷的不断扩张抬高了房产价格，而不断上扬的房产价格又降低了信贷公司抵押的风险，从而也降低了房贷的风险，反过来又进一步促进了房贷。这样，就形成了一个不断膨胀的宏观经济正反馈机制。

1. 基础资产价格的数理包装

基金等金融公司购买债券后，运用复杂的金融理论和数学公式进行了计算。他们首先要确定最关键的一点：住房这种资产的价格。在经济不断膨胀的过程中，如果无视宏观经济分析，仅仅看住房单个资产的收益情况，不管是历史收益还是现实收益，显然都是非常好的。然后金融公司就开始玩数学游戏：他们对住房的历史收益随便选取一个线性模型或者非线性模型进行回归分析，经过复杂的计算，必然得出房产的过去收益不错，现在也不错，因此将来的收益也不错，甚至将来收益会加速增长等结论。

“过去是什么，现在是什么，将来就会是什么”，乃是计量回归分析的老套，只不过这种老套隐藏在复杂的数学游戏背后，披上了科学的外衣，就难以为人们所认识了。

这样，根据过去的数据回归出房产未来收益的结果，然后再做微观资产定

价。在这个定价中，基于风险中性的逻辑，人们的风险偏好和态度又被数学定价公式排除在外。房产价格通过运用金融理论计算，像铁板一样被固定下来了，让人完全看不到其背后蕴藏着的巨大风险。但这还不够。衍生品定价的进一步包装开始出场了。

2. 衍生品价格的数理包装

房产这样的基础资产价格被确定下来后，复杂的衍生品模型接下了下一棒。在基础资产价格基础上，衍生品定价进一步强调衍生品的价格与基础资产的风险收益率无关，甚至后来的金融理论更进一步提出：衍生品的价格与基础资产的价格是否均衡无关。这就是说，把房产的价格代入复杂的衍生品价格计算公式，使用随机过程和计算机演算，最后得到的结果是：无论房产价格是否是对的，也无论房产的未来收益率为多少，与房产有关的衍生品价格都是对的。

这样，就彻底地把人们的主观判断、风险偏好、风险波动、未来收益预期、当前经济结构所决定的均衡价格等至关重要的因素都去掉了。

这一切都是诺贝尔经济学奖的成就所在。在最高经济学奖理论的指导下，以复杂的计算机计算为工具，以高深的数学分析为表现形式，剥离了市场上所有不确定因素的一个价格，还有什么理由不能获得最高或者次高级别的信用评价呢？

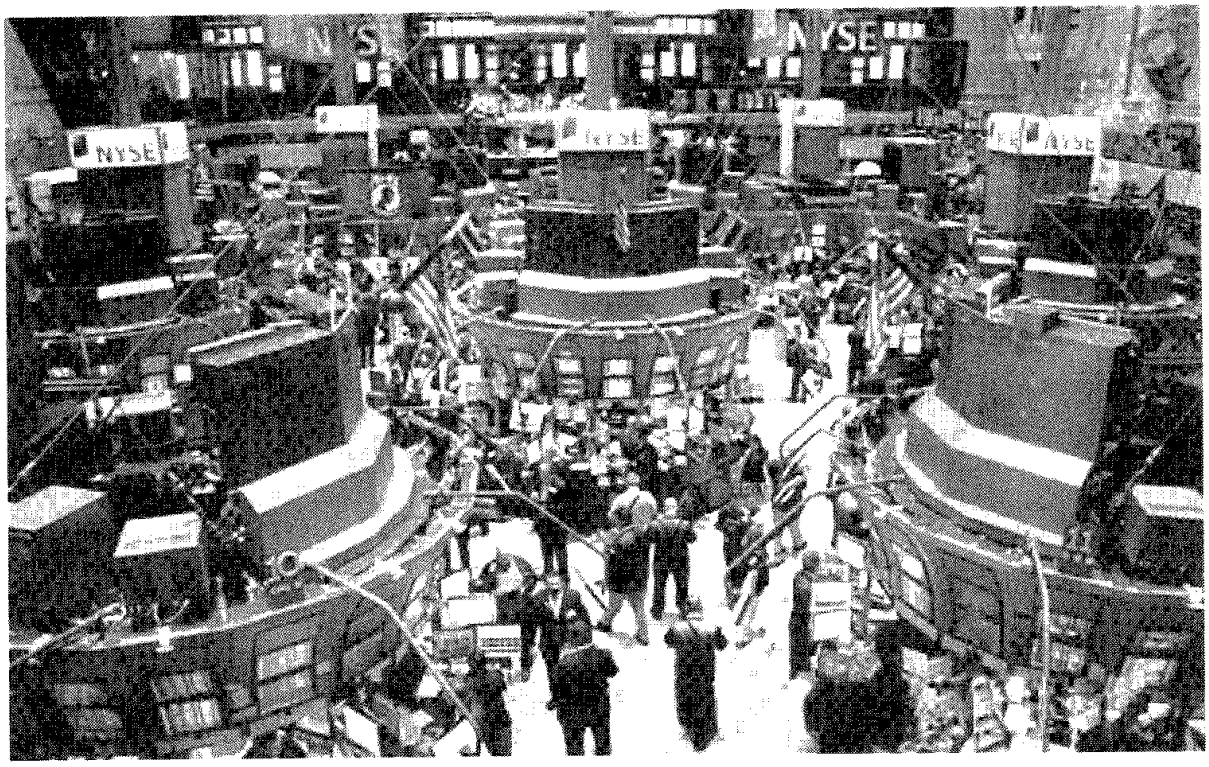
泡泡吹起来了。

3. 包装的破灭

真理总是简洁的。而简洁的总是常识。

在正常稳定的宏观经济形势下，如果有某个房产信贷者还不起信贷，那么相应次级债券的持有人就会将抵押的房产拍卖，以回收自己的债权，从而不使自己的利益受到损失。

房地产信贷的不断膨胀不可能永远持续下去。信贷越大，需要归还的货币数量也就越大。当因为某种原因，例如前期的投资最后大量转化为最终产品，出现供大于求的情况时，前期投资就无法回收成本和利润，因此也就无法归还银行信贷，造成信贷危机和投资缩减。投资缩减使失业增加，由此人们的工资降低，也就降低了最终产品购买力，这进一步又增加了需求不足的严重程度，



美国次级贷款引起的恐慌

从而导致金融危机的正反馈，最后出现全局性的金融崩溃。

在这个金融危机的正反馈中，次级债券受到的影响最为典型。在失业增加、工资不能维持的时候，房产信贷偿还能力降低，房贷违约增加。房贷违约之后，债权人就要拍卖抵押房产。但问题是，在危机反馈中，如果绝大多数信贷者违约，就会有绝大多数的抵押房产被拍卖。一方面人们降低新的房产信贷购买，另一方面大量既有抵押房屋被拍卖，那么这些抵押房屋卖给谁呢？显然这将造成房屋价格的下跌。房屋价格的下跌使得房屋的未来价值贬损，同时经济的不景气使得房租下跌，这样就降低了房屋的未来收益流，使得房产价格进一步降低。与此同时，大量房产价格的下跌，使得房产商利润下跌，失业进一步增加，与此相联系的各种产业萎缩，购买能力进一步削弱。抵押房屋价格的下跌使得原来信誓旦旦的金融资产定价成为破灭的肥皂泡。严谨而优美的数学推导，高科技的计算机模拟演算，陡然成为笑柄或者苦涩的回忆。债券持有者拍卖的抵押房产收入远远不足以偿付其债权，从而陷入大批亏损甚至破产的境地。大批亏损或者破产本身又进一步加剧了这种危机。

这样，宏观经济中就形成了各种各样的正反馈——就如它们反复共振以加

剧经济膨胀那样，它们也反复共振以加剧经济紧缩。次级债券的美丽包装终于褪去，露出其噬人的狰狞面目。

以上过程其实跟本书前面所讲的私人银行发行钞票的后果是一样的，都一样形成了经济发展的正反馈机制。

索罗斯在《金融炼金术》一书中说："贷款是以贷方对借方履行债务能力的评价为基础的，对抵押贷款的评估被设想为是独立于贷款行为的，但事实上贷款可以影响到抵押物的价值，无论对于个别经济领域还是作为整体的经济，这一看法都是适用的。信贷扩张刺激了经济并提高了抵押品的估计价值，收回贷款或紧缩信贷的负面影响既不利于经济也不利于抵押品的估价。信贷与经济活动的联系绝不是一成不变的，例如，用于建立新工厂的贷款与用于杠杆收购的贷款的经济效果是截然不同的，其结果是难以将信贷与经济活动之间的联系定量化，然而忽视这一点无论如何总是错误的，货币主义者这样做了，其后果被证明是灾难性的。"

第2节　资产贴现的真实面目：价值重组

如前所说，在微观金融定价中，连接现在和未来财富的时空隧道就是风险收益率。它可以把未来的财富贴现到现在，供现在使用。也可以把现在的财富折算成未来的财富，储蓄起来供将来使用。

基于这个简单的道理，陈志武教授经过一些简单的历史分析，认为国家发行债券来发展经济，乃是治国的金融之道。因为这一不增税加重人民负担，二不印钞票导致通货膨胀。国家不过是在使用未来的财富。只要国家的资产投资收益率高于国债利息，在将来有能力归还利息就行了。陈志武进一步认为，如果国家的资产投资收益率低于国债利息，则国家就不应该占有这部分资金，而应该退税。[1]

陈志武显然对发行国债的过程和机理完全不了解，因此把国债与货币孤立开

[1] 陈志武：《治国的金融之道》

来。事实上发行国债与货币扩张有着密切的关系，这在本书中已经详细阐述。

很有意思的是，陈志武教授似对最微观的金融资产定价显然也不太熟悉。例如他在《治国的金融之道》中竟然举出了下面的例子：

“举例说，假设所得税是20%，政府公债利息永远为5%。先假定老百姓的投资回报率今后年年是6%。在这种情况下，如果少向老百姓征收一万元税，那么老百姓把这一万元投资后，第一年得到600元税前回报，其中120元交税，剩下的480元加本金一万元重新用于投资；第二年得到628.8元税前回报，其中125.76元交税，剩下的503.04元加本金一万元再用于投资。以此类推下去，年复一年，不仅老百姓的财富越滚越大，而且政府的税收也按每年4.8%的速度增长，政府得到的是一个永久的税收流，这个税收流的总折现值为6万元(以政府公债利息5%作为折现率)。换言之，如果政府通过借债维系开支，把更多钱留给老百姓投资，那么今天每少收一万元的税，实际上政府最终得到的是今天值6万元的未来收入流，让国家财富净增5万元。”

这里犯了三个最基本的错误：

（1）政府的税收流具有风险，因此不能用无风险利率5%来折现，而应用6%来折现。

（2）老百姓的税后投资收益率是4.8%，竟然低于无风险利率，哪个傻瓜肯去投资？

（3）政府向谁借债呢？显然是向老百姓借，这和征税一样降低老百姓可支配资金，怎么能像陈所说的“通过借债维系开支，把更多钱留给老百姓投资”呢？

《西方的兴起靠的不是掠夺》认为，“第一，把未来的收入或财富证券化变现，无非是把未来的钱提前花，提前透支，这跟以后花有什么区别？第二，虽然在美国能把未来收入流、把‘死’资产做证券化变现，但这并不能让美国‘更有钱’，因为钱的供应是由中央银行固定了的，证券化的过程无非是将投资者手中已有的钱转移到证券发行方的手中，这种支付转移并没有产生新的钱。”

显然，这两个说法是值得商讨的。

关于未来收入提前透支问题，正是本节要讨论的内容；而资产证券化与财富增长的关系❶、资产证券化与货币扩张的关系❷，本书已经专门论证。

从微观上来说，甲如果有未来收入，但是他急着使用现款；而乙正好有一笔现金，并不急着使用，但未来却有支出的需要，那么这两个人正好合作，即两个人分别计算自己财富折算到现在和未来的价值，然后甲用未来的收入交换乙当前的现金。从甲来看，甲是提前使用了未来收入；从乙来看，乙是把自己资产使用的时间向未来推移。由此通过风险收益率的贴现计算，完成现在和未来财富的时空转换。

但如果把整个社会作为一个整体，这种时空转化还能进行吗？或者说还能提前使用未来收入吗？

任何人都只能使用世界上已经生产的财富。世界上还没有生产的未来财富是不能被使用的。

回头看微观上的甲和乙。孤立地看甲，甲是提前透支使用未来的财富。但是把甲和乙结合起来看，则甲使用的是乙已经拥有的财富。

这就是说，从宏观角度来看，所谓未来财富贴现到现在使用，或者是现在财富贴现到未来使用，并不是真的发生了未来和现在财富的乾坤大挪移，而仅仅是已有财富在不同需要的人之间的重新组合，其本质是资产缺乏的一方向资产充裕的另一方借贷，然后在未来归还借贷。如果现在谁都没有资产，那就决计借不了，也就不可能将未来财富贴现到现在使用。

从更本质的角度来说，金融资产的时空转换就是金融资产的空间流动。良好的时空转换机制，本质上就是增强金融资产在空间上的流动性，使得金融资产迅速集中到当前最需要它的人手中，以发挥最大的生产能力，从而推进社会经济的迅速发展。因此，金融资产的时空转换绝不是什么真的能调用还没有生产出来的未来财富。

如果把整个国家当作一个封闭的整体，那么其财富的贴现使用就是这个国

---

❶ 证券化与财富扩张的关系：本书第3部分第3章第3节

❷ 证券化与货币扩张的关系：本书第3部分第3章第4节

家当期财富的流动重组。

金融资产的时空转换，还影响到货币的投放。当未来现金流增大时，在一定的心理偏好和既定利率下，资产价格会普遍上扬形成大盘上涨的局面，而这是由货币总量扩张来完成的——在未来现金流增大的情况下，人们更乐意也更有能力扩充信贷，从而增加货币投放。反之亦可分析。因此，除了调整利率和准备金以外，未来收益的变化也会改变当前货币的供应量，从而对宏观经济产生影响——这本质上是货币政策，也绝不是使用了未来的财富。

若考察几个相交易的国家，那么其所借的外债部分的确相当于使用本国未来的财富；但其所借的内债部分，就仅仅是国内当期财富的流动重组而已。

这也是一个如何看待微观金融和宏观金融的最好例子。

第3节　虚拟经济的总价值

前面我们分析了时空互换的真实面目乃是财富重组，即实物资产所有权的重新组合和货币供应的变化，而不是真的能提前使用还没有生产出来的未来财富。由此牵连出一个问题：金融虚拟经济的总价值，是不是可以从同样的角度去分析呢?

金融虚拟经济的总量，应以财富物权的同一性来衡量物权是指对物品占有、使用、收益和处分的权利。物权的各个内容可以分开行使。

某资产的某物权发生任何形式的丧失，必然导致另一资产的物权发生同样形式的丧失，则此两资产为同一资产，只能计算其中一个资产的价值，而不能将两资产的价值加总重复计算。

以上意思用通俗的话来说，就是一个东西不能卖两遍。

以这样的原则来衡量，就很容易计算金融虚拟经济的总量。

现以公司净资产、公司股票和股票购买权证三者的关系举例。若是公司净资产被转移而丧失，则公司股票的价值也同时丧失。这说明，公司净资产和公司股票为同一资产。

当股票购买权证存在时，持证人有在约定时间按照执行价格购买的权利，

其未来收益分布为股票未来收益分布中大于执行价格的部分。持证人获得这种未来收益分布，因此其权证具有相应价值。而权证空头持有股票的未来收益分布中，自然就少了权证多头获得的未来收益分布，因此其拥有股票的所有权价值就相应的减少。权证多头和空头拥有的权证和股票合在一起，就将把权证和股票的未来收益分布相加，构成完整的股票价格。

因此，在以上三种资产中，名义上有实物资产(公司净资产)、股票、股票衍生品三种资产，其价值加总，远远高于其中任何一种资产的总价值，但是从所有权同一性来判断，其总价值只能要么是实物资产的市场价值，要么是股票价值，而不能是三者的叠加，否则就会造成重复计算。道理很简单：当你把股票卖了后，公司实物资产也就不是你的了。

所以，金融虚拟经济可以由于衍生品的增多而使得简单加总的总量不断膨胀，但虚拟经济的物权价值却没有改变。

物权与人们的收入紧密相关。物权的同一性是说：金融虚拟经济由于金融品简单加总而导致的总量扩大，并不能使得单个经济主体的收入增加，而只是增加了他们重复计算的资产。

有人问了，实物资产如果和其对应的金融资产价值不同，但它们又是同一物权，该怎么计算其价值呢？答案很简单，实物资产价值和其所对应的金融资产价值体现的是同一物品不同方面的价值。例如公司净资产价值体现的是公司拆散来卖的价值，或者公司的重置价值，而公司的股票价值(市值)体现的是公司作为资产其未来赢利能力的价值。但是在任何时候，我们要么统计公司的重置价值，要么统计公司的市值，但绝不能把公司的重置价值和市值加总起来，说它是公司的总价值。

一句话，任何金融虚拟市场总量的扩大，任何金融品的发明创造，都仅仅是增加了资产的流动性，而不可能立刻增加总资产。资产流动性的扩大，是增加了资产的未来生产能力，而不是增加了还没有生产出来的资产。

第4节 虚拟经济的货币扩张

虽然金融虚拟市场的作用是增加资产流动性，而并没有立刻增加相应的财富，但金融虚拟市场价值简单加总的扩张却对货币的供给和需求有着重要影响。

货币的运行，包括纵向和横向两个内容。纵向的，即满足实物市场的产品销售、要素分配、产品消费(含生产性消费和生活性消费)三个环节。这三个环节中所需要的货币数量与流通中的实物总量是基本对应的。横向的，即产品交换环节。产品交换，包含消费品的交换和资本品的交换。理论上，只要当事人乐意，即使参与交换的总产品有限，也可以在很短的时间内完成任意多次交换——只要反复买卖就行了。因此在交换环节，货币的需求量并不取决于用于交换产品的绝对数量，而取决于每次交换产品的数量和交换的频率。尤其是资本市场，其本质特征就是资本的交换，这种交换越频繁，资本的价格被哄抬得越高，对货币量的需求就越高。

衍生品的扩张虽然没有扩张物权意义上的财富，但却扩张了全社会的债权和债务，例如看涨期权的多头为权利方，空头为义务方，双方合并在一起，可以将期权价值对冲为零。因此从社会总量来说，衍生品并没有增加社会总财富，但债权和债务的成对创造，却增加了交换过程对货币的需求。而债权与债务的分离，又使得债权可用于抵押信贷，从而增加货币供给。

总之，金融市场(基础资产及其衍生品)的扩张可以增加商品的流动性，使资产重新组合，增加对货币的供给和需求，推动物价上扬，但并没有增加全社会所有者财富。反之，金融市场的收缩将带来相反的效果。

所以，金融市场同时起着资产重组、提高商品流动性和执行货币政策的作用。这才是金融市场的价值所在。

但是，金融市场这种凭空创造债权和债务，又最终依赖债权和债务对冲来平仓的属性，隐藏着金融危机的隐患。一旦债权和债务出现一定规模的无法对冲，就将危及整个金融市场。

第4章 货币的控制与反控制

第1节 远期价格

前面讲了风险收益率。在那里，现在的财富就是现在的价值，未来的财富是未来的价值。由于有风险，因此未来的财富价值仅仅是期望值。

然而有一种未来的价值，它是真真切切一定会发生的，除非出现违约，否则没有任何风险。这是怎样一种价值或者价格呢？

有人说，除非现在就在合同上把资产的未来价值写下来，到时候必须按照今天签订的合同规定价格交易。

说对了。就是这种价格。这种在现在签订、在未来以约定价格交易的合同，就叫远期合同。当前合同中确定的远期交易价格，就是远期价格。

读者很容易想起，在前面谈衍生品时，有在合同上签订的未来特定价格。那个特定价格就是远期价格。

同样是资产未来的价格，那么远期价格与资产未来的期望价格有什么联系和区别？与资产未来的实际价格又有什么联系和区别？

这里举个例子。

假定无风险银行利率为5%。

我们到基金公司去买基金，基金公司会告诉我们未来的年期望收益率，假定为15%。如果你拿100元来购买基金，那么这笔资产在一年后的期望价值为115元。但是，这仅仅是一种可能，或者说是平均可能性。实际收益率要等到一年后才知道，它是在期望值为15%的概率分布下随机发生的，具有波动方差，实际年收益率可能是1%，也可能是22%。也正因为有这个波动风险，所以这个基金的期望收益率才有15%那么高。

上面的115元，是你购买的基金一年后的期望价格；101元或122元，是一年后基金的实际价格。

现在，你对基金公司说，既然公司许诺此基金的一年期望收益率为15%，那么我用100元来购买基金，但是我们现在就要签订一个合同，在合同上你保证一年后此基金的价格为115元。

基金公司愿意签署此合同吗?

显然没有一家基金公司会乐意和你做这笔交易。因为如果他们和你签订这样的合同，就意味着将给你15%的无风险收益率。而此时市场上的无风险收益率才5%。

他们将愿意在合同中和你签订什么样的价格呢?

既然合同中确定的未来基金价格是必须执行的，对于你来说没有任何风险，那么基金公司当然乐意到时支付你相当于无风险收益率的价格，即100元×(1+5%)=105元。

这就是说，基金公司虽然对你说，它的基金如何如何好，未来期望收益率如何如何高，但是如果你要求它在合同中保证你未来的基金价格的话，它就只能按照市场上的无风险收益率5%给你定价。

这就是远期价格的真实含义。所以当我们以后再听说资产的远期价格会上升或者下降的时候，不要认为它是资产在远期的期望价格，更不要认为它是资产在远期的实际价格。它仅仅是按照合同签订当期的无风险收益率确定的无风险价格——除非市场上有某种原因使得自由交易不能进行。

不过，在现实而非理想的经济中，如果基金公司急需资金而又无其他筹资渠道，不得不要你购买基金时，它可能愿意支付超过5%的无风险利率。超额部分，就是基金公司缺少筹资能力而不得不付出的代价。

通过远期价格与无风险收益的差距，可以初步判断市场对未来的预期。❶

---

❶ 本书第3部分第4章第5节

第2节　利率期限结构：远期收益率

前面讲了很多关于无风险收益率的内容，似乎市场上只有一个无风险均衡收益率。其实并不是这样。无风险收益率是与时间密切联系的。

举个简单的例子：银行存款即使以复利计算，两年期储蓄年利率也会高于一年期储蓄年利率，三年期储蓄年利率会高于两年期储蓄年利率……为什么会出现这个现象呢？因为你把款放在银行里储蓄的时间越长，你就会在越长的时间里失去提取储蓄的自由，那么你将承担未来无风险利率发生变化的风险。因为你的无风险收益不会发生变化，如果未来的无风险利率上升，则你的储蓄的市场价值就会降低，而银行也获得了按照长期计划安排资金运作的便利。两个因素的共同作用，使得你储蓄的时间越长，年无风险回报率越高。这就是利率的期限结构。

在各种复杂的无风险现金流中，最简单的一种是零息债券。

零息债券并不是没有利息，而是所有本利都放到期末一次性支付。由于只支付一次，因此最为简单。显然，任何未来的无风险现金流都可以用零息债券进行组合来得到。零息债券折算成复利的年利率，称为即期利率，也就是零息债券的到期收益率。

既然零息债券是最基本的一种现金流，而即期利率是最基本而又最简单的利率，那我们就以即期利率为例子来做分析。

首先问一个小问题：如果一年期储蓄利率为5%，两年期储蓄年利率(按复利计算)为7%，某人有一张刚刚存的本金为100元的两年期存折，你现在就和他签订合同，约定在一年后购买这张存折。你愿意出多少价格？最后一年的收益率将是多少？

如果你对金融理论不熟悉，遇上的又是不诚实的交易对手，那他很可能会给你这样一个销售价格：$100 \times (1 + 7\%)^2 \div (1 + 5\%) = 109$ 元。其理由是，如果一年后你支付的价格是109元，而两年末此存折连本带利价值为 $100 \times (1 + 7\%)^2 = 114$ 元，因此你能获得 $114 \div 109 = 1.05$ 的无风险收益，

即你能获得5%的一年期无风险储蓄利率。或许他还会告诉你，虽然确切的价格是109元，但因为和你私人关系好，所以他宁愿折本，以108元的低价卖给你。这时你简直要相信他是个活雷锋了。

如果你相信这个说法，那你就是受到了欺骗。正确的答案应该是100×(1+5%)=105元。也就是说，你被骗了4元，占收益率的将近一半。一年后的存折价格，只能是从现在开始的连本带利计息。

可是，你会惊奇地发现，按照纠正后的方式，你第二年的无风险收益特别高，高达114÷105=1.086，也就是说第二年的无风险收益率为8.6%，高于7%，更高于5%。这是怎么回事呢?

其实，无风险收益率，仅仅是指相对于票面价值的收益率是无风险的，或者说未来现金流是无风险的，而不是说相对于存折的市场价格无风险。

我们已经知道，债券的票面价值并不一定等于其市场价值。二者是否相等，要看票面收益率是否等于市场收益率。因此才有债券的本利息固定，但债券的市场价格却要随着市场利率而波动。计划储蓄的时间越长，这种风险就越大，要求的均衡风险回报率就越高。一年后此存折的价格谁也没有办法完全预测，因为你不清楚一年后市场无风险利率如何变化。如果一年后市场无风险利率为10%，那么一年后此存折的价格仅仅为114÷(1+10%)=103.6元，这样即使你按照105元的价格购买也是亏损的。而若按105元购买，对方获得的5%的收益是当年内的无风险利率，没有任何亏损。如果你依照对方的话按109元购买，则对方在当年内的无风险收益率就是9%，远远超过当年的市场无风险均衡利率，从而获得套利收益。因此，在此交易中，是你承担了所有的风险，但却只得到了无风险收益率。

以远期价格为价格基准获得的收益率为远期收益率。上例第二年的8.6%的收益率，就是第二年的远期收益率。远期收益率是蕴涵着风险的(这个风险是相对当前而言的)，因此应该获得风险溢价。

弄清楚远期价格为无风险价格十分重要，这样才不至于把远期价格与远期的期望价格或者远期的实际价格搞混。

第3节　致命错误3：不可贸易部门的汇率

作为理想模型，经济学中有关汇率的一价定律。它是说，如果两个国家的商品是可以随意无成本地流动的话，则其国际价格应该是一样的。这意味着一个国家的物价水平与汇率之乘积应当等于另一个国家的物价水平与汇率之乘积。一般来说，物价水平高的国家汇率低，而物价水平低的国家汇率高。

但问题是，一个国家，不是什么商品都可以在国际上自由流动的。例如理发就具有极强的地域性，一个人不可能因为觉得国内的理发太昂贵，于是就跑到国外去理发。因此，满足一价定律的主要是可贸易部门，不可贸易部门并不一定满足一价定律，因为不可贸易部门并不参与国际贸易。

由此西方经济学提出了巴萨－马尔萨斯汇率模型，以研究同时存在可贸易部门和不可贸易部门时的汇率关系。

其推理如下：

假设可贸易部门遵从一价定律，而一国内可贸易部门和不可贸易部门的货币资本和劳动力自由流动，由此货币资本的报酬率和劳动力的报酬率应相同。这样，即使不可贸易部门的生产率较低，但由于生产要素要求的回报率与可贸易部门相同，所以最后要么不可贸易部门价格上扬，要么汇率上升，使得不可贸易部门的要素收入提高以与可贸易部门相同。

由此，巴萨－萨缪尔森理论得到结论：一个国家的汇率取决于其可贸易部门和不可贸易部门的生产率差距。不可贸易部门生产率越低于可贸易部门，则此国家的汇率将越升值。

依此模型分析中国经济，其可贸易部门的生产率越高，不可贸易部门的生产率越低，地区差距或者贫富差距越大，汇率越升值。由此，经济学家们推导出中国汇率应当升值40%以上的结论。

这是一个荒谬绝伦的结论。

按照巴萨－萨缪尔森的假设，可贸易部门是遵守一价定律的。现在汇率升值，不可贸易部门诚然是提高了要素收入，但是可贸易部门就必然无法遵守一

价定律了。因此，按照巴萨－萨缪尔森关于汇率变化的结论，必然是在平衡不可贸易部门的同时使得可贸易部门失去平衡，从而按下葫芦浮起瓢。

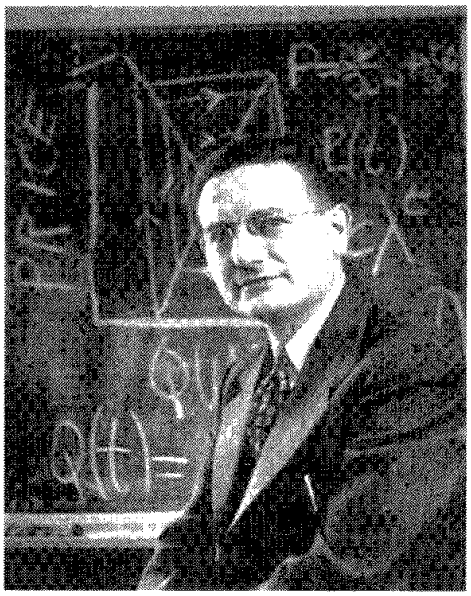
巴萨－萨缪尔森认为，如果国家不改变汇率，则不可贸易部门的物价水平要提高，以提高要素收入。这个结论也是站不住脚的。因为货币资本具有高度流动性，并不代表实物资本也能具有高度流动性。如果不可贸易部门的实物资本价格被压低，则同样的货币资本可以购买更多的实物资本以用于生产，增加货币资本的报酬率，从而与可贸易部门的要素报酬平齐。因此，最终结论是不可贸易部门的实物资本价格被压低，物价低迷。这与巴萨－萨缪尔森模型的结论正好相反。然而，这个结论也更加符合现实：内地欠开放地区的物价水平相对较低，土地等缺乏流动性的资本的价格更是远远低于沿海开放地区。正是因为实物资本价格便宜，所以才会吸引资本进入。

所以说，使用巴萨－萨缪尔森模型来估计一个国家的汇率，必然是错误的。

一价定律，仅仅是说国内外产品的国际价格均相同。但是此价格究竟为多少，国内价格和汇率之间如何相互决定，在一价定律中无法反映出来。事实上，汇率是由产品的国内供需、国外供需两者共同决定的。脱离产品供需关系谈一价定律就没有什么意义。例如，如果一国内需不足、供给过剩，则其剩余产品就将在国际市场上寻找销路。如果此时国际市场的需求也不足，同时此产品在国内的利润已经趋于零，无法再降价，则唯一的办法就是降低本国的汇率，以降低本国产品的国际市场价格，从而提高国际市场对此产品的需求。这样，产品过剩就将导致汇率下跌。如果国内市场内需旺盛，则需要出口来解决的供给并不多，此时币值就可以适当升高，对经济也不会产生多少负面影响。

同时，不可贸易部门由于对国际市场不直接产生影响，因此其价格与汇率没有关系。计算购买力平价时，应使用可贸易部门产品组合来计算购买力平价，而不应使用不可贸易部门产品来计算购买力平价。从巴萨－萨缪尔森模型的纠正结论中可以看到，不可贸易部门的产品价格低，并不是因为这个部门的购买力更强，货币应该升值，相反，其原因是这个部门的生产力水平还很低，因此不得不压低本部门实物资本价格以获得要素报酬的平衡(在劳动力不能自由流动下，还包括压低本部门劳动力价格)。所以，当有人使用中国物价水平来论证人

民币被低估了40%时，我们应清醒地认识到，中国的汇率的确可能被低估，但绝没有低估40%那么多，因为低估与否，是在可贸易部门内做比较，而不是在不可贸易部门内做比较。而且，他们计算出来的低估40%的数据中，绝大部分仅仅是反映了中国生产力水平落后时的经济要求，这种现象是均衡的，而不是非均衡的。


保罗·A. 萨缪尔森

必须记住一点：在利用巴萨－萨缪尔森模型来计算中国的汇率时，是假定中国进出口的产品与国际市场保持了一价定律，并没有任何汇率低估的。

第4节　致命错误4：利率平价

利率平价也是汇率理论的重要基础。它是说，在货币资本自由流动的金融市场上，两国储蓄利率的国际价格应该相等。这意味着两国远期汇率之差应当等于两国的利率差，高利率国家的汇率低于低利率的国家。

根据此理论，如果一国利率保持不变，另一国提高利率，则后者的远期汇率将下跌。

到这里为止，本理论还没有什么大错的地方。但问题随后就来了：西方经济学理论将远期汇率当作未来将发生的预期汇率或者未来将发生的实际汇率来预测未来的汇率走势或者货币调控局势。

在前面利率期限结构一节中我们详细分析过，远期价格是指当前协议中约定，未来执行的无风险价格。在资本自由流动情况下，其遵从无风险无套利原则。它既不是未来的期望价格，也不是未来的实际价格。同理，远期汇率，也就是远期的货币的价格，也必然是无风险价格，其在货币自由流动的假设下，与当前无风险利率共同构成无风险无套利组合，因此才有利率平价。但此远期

汇率既不是未来的期望汇率，也不是未来的实际汇率。不能用远期汇率来替代未来汇率，以预测未来之汇率形势变化。

所以，当代金融经济理论将利率平价用于预期汇率的预测，就必然导致错误的结论。真实汇率或者说预期汇率并不遵从利率平价原则。因为真实汇率或预期汇率是有风险的，不可能和无风险利率构成什么平价关系。但是西方经济学者要辩护了："我们假定市场是风险中性的，因此远期汇率是未来即期汇率的无偏预测。"这个理由非常可笑。从基础资产定价到衍生品定价的风险中性滥用，经济学者们真的相信世界只需要使用风险中性就够了。如果风险中性成立，则市场上任何资产的收益率都等于无风险收益率。换句话说，人们只要盯着银行利率，就可以知道任何资产的价格，或者知道任何资产的收益了。这是荒谬的。因为在无风险利率确定时，各种资产的收益率完全是千变万化的，哪怕从 CAPM 定价公式也可以看到，利率固定时，资产均衡收益率可以为任意大。

西方金融经济理论利用利率平价构建了很多汇率理论，例如汇率超调理论。汇率超调，是指国际金融市场上，汇率出现的对经济基本面的大幅度偏离和震荡。

按照理性预期的观点，只要人们预期到经济基本面(特别是建立在购买力平价基础上的汇率)，就能预期到真实的汇率并使其实现，而不会出现频繁的波动和偏移。

对汇率超调的经济学解释，以多恩·布什的理论最为有代表性。但如果实物市场价格具有粘性，而金融市场价格能瞬时完成调整，则未预料到的货币供应量变化就会首先影响到金融市场的利率和汇率，使得汇率偏离购买力平价。然后根据利率平价原理判断未来汇率与当前超调汇率之间的关系，从而出现未来汇率变动预期。这就是汇率超调。例如，如果进行货币扩张，短期内物价不动，则利率下降，汇率也超调下降，此时形成未来汇率上升的预期；当长期内物价逐渐升高时，利率和汇率都会随着上升，直到与预期吻合为止。多恩·布什把这个现象称为汇率的超调。

很显然，多恩·布什把远期汇率混淆成未来预期汇率了。

其他金融危机模型也基本上是在利率平价基础上构建的，以判断未来汇率的走向，因此也必然出现同样的错误。用这些理论来预测现实国际金融市场，必定判断错误。

同理，金融危机的汇率冲击理论自然也是错误的。按照这一理论行事，必然也将带来致命的后果。

第5节　衍生品指标：利率平价差

在利率平价理论下，远期汇率、当前汇率、两国利率差共同构成无风险组合。因此，在利率差固定的情况下，远期汇率也是固定的。

但这一判断只在完全有效且静态的市场下才正确。

如果投机商具有优势信息，或者就是投机商自己在操纵市场，则利率平价理论不再适用。不过，虽然利率平价理论不再适用，但由于利率平价而产生的无风险损益却是仍然存在的。例如，如果投机商卖出过低的远期汇率，则其将承担过低部分的无风险损失。但是在投机商的信息优势下，这种损失将换来投机商融资能力的扩大，使之在发动攻击时有能力迫使未来的实际汇率按照自己的意愿远远低于远期汇率。再直观地说，这样操作时，投机商所承担的无风险损失就等于是其为获得更大的融资能力而支付的额外资金成本。

所以，在动态金融市场下，利率平价理论不再有效。远期汇率与利率平价的差距反映国际金融市场上投机资金的未来动态。这个差距越大，说明投机资金的资金成本越高，其未来发起攻击的期望越强烈。简单地说，本国货币的远期汇率越是高于利率平价所确定的数值，则未来时期内投机资金追捧本国货币的可能性就越大；本国货币的远期汇率越是低于利率平价所确定的数值，则未来时期内投机资金抛弃本国货币的可能性就越大。如果本国放任本国货币未来的实际汇率朝着远期汇率方向走甚至走得更过分，则将可能使投机商得逞；如果本国采取措施，使得本国货币的实际汇率反向而行之，就将可能重挫投机商。

同时，本国政府也可以采取措施，将远期汇率朝着利率平价差的方向推波

助澜，使得远期汇率继续同向变化，与投机商发起攻击时可能达到的实际汇率之差距缩小甚至反超之，则将可能使得投机商发起的攻击失去意义。但是这种方法风险较大。因为一旦投机商意识到远期汇率已经远远超过可接受的利率平价差，将可能改变攻击策略，转而攻击远期汇率本身，利用本国政府过分拉大的利率平价差获取无风险套利。

因此，所有金融方法都必须在具体环境中权衡使用，不可生搬硬套。

当然，利率平价差仅仅是一个整体性的指标。在实际进行经济分析时，应当尽可能地研究衍生品金额的大小和使用衍生品的主体构成。只有这样，才能对金融情况有完整认识并给出切实可行的应对措施。

第6节　利率影响下的次稳态汇率偏移

利率对于汇率的影响并不遵从利率平价关系，这在前面已经阐述清楚。多恩·布什的汇率超调理论不能解释以下几个问题：

多恩·布什假定的是首先扩张货币总量，然后在价格保持粘性的情况下，货币总量的扩张引起利率和汇率超过均衡点的下降。但如果我们首先降低利率，又会怎么样呢？利率的降低只是降低资金的使用成本，它不会使得货币总量一下子扩张，而是与价格粘性保持同步。因为降低利率下的货币扩张就是一个实物经济扩张的过程。换句话说，在首先扩张货币总量的情况下，大量货币还无法与实体经济适应而无所事事，从而导致利率和汇率的过分降低。但是在首先降低利率的情况下，货币一定要找到可以投资获益的机会才会扩张，因此不会出现无所事事的多余货币，故价格粘性不再是问题。

那么，在首先变动利率的情况下，汇率超调是否还会出现呢？

多恩·布什超调理论认为，货币的扩张导致利率过分降低之后，汇率也会过分降低。之后随着扩张部分的货币融入实物经济中，实物价格开始上涨，利率开始上升，由此导致汇率的上升。这就满足了利率平价理论关于低利率导致汇率升值预期的结论（高利率则反之）。

那么，如果央行采用调整贴现率等方式固定住当前利率，即保持本国货币

与他国货币固定的利率差，将会出现什么现象呢？超调理论认为，汇率会在最初那一瞬超调，然后就是符合利率平价公式的变动。而在固定住当前利率的情况下，在刚固定住利率的那一瞬超调，以后即满足利率平价公式，则意味着汇率将以稳定的速度持续变化。如果本国利率低于它国利率，则本国汇率将以稳定速度上升，直到永远。自然，也必定会上升到高于其长期均衡汇率的水平。

这是经济事实吗？

多恩·布什超调理论认为，汇率超调是由于实物市场价格粘性引起的。那么，假定实物市场不具有价格粘性，是不是说汇率偏移现象就不会出现了？

对以上几个问题，可以肯定地回答：第一，在首先调整利率的情况下，一样会出现汇率对于正常汇率的偏移；第二，在利率不变的情况下，不会出现汇率长期稳定的升值或者贬值；第三，即便实物市场价格没有粘性，一次调整到位，汇率偏移仍将出现。

结论是：多恩·布什的汇率超调理论并没有真正解释利率与汇率的关系。

事实上，利率与汇率的关系遵从次稳态汇率偏移原理。

保持汇率客观上的稳定，并不一定需要完全消除投机资金的套利。当投机资金的流进与流出总量相等时，本国资本项目处于稳定状态。此时汇率可以保持相对稳定。而在汇率被利率差拉高而高于正常汇率时，汇率进一步将如何变动，完全取决于人们的心理以及社会偶发事件，而不再有确定的定价规则。即便人们的预期是理性的，也不能排除其对汇率运动趋势的判断有方差。只要判断下跌速度低于利率差的人数所拥有的资金量和判断下跌速度高于利率差的人数所拥有的资金量力量平衡，则进出本国的投机资金总量就可以平衡，汇率就可以稳定下来。具体过程如下：

假定没有利差时，市场对真实汇率有正确的共识。即没有利差时，市场汇率为正常。正常汇率，是指没有名义利率差时的汇率。

现在本国调高利率。假定本国实行有调控的浮动汇率。即政府控制汇率的变化，但并不保证汇率的稳定。换句话说，政府随时可能根据某些经济指标继续升高或者回调汇率。

当汇率固定时，投机者兑换本币必定获得更多收益，所以投机资金将涌进本国。

第8节 汇率变化的主动与被动

汇率的变动有多种手段。

这些手段有直接变动汇率；先扩张或者收缩货币，然后通过市场力量来变动汇率；制造贸易差额来变动汇率等。这些手段都能达到汇率变动的结果，但每种方法的经济后果都不同，甚至相反。例如：

一国大量购买别国产品，造成贸易巨额逆差，从而使汇率下降。此时货币贬值由于是一国滥用信用，以自己的纸币来换取对方产品所导致，因此贬值并不意味着扭转逆差。

如果一国没有恶意扩张货币，而是主动贬值以试图增加出口，则一般说来，这至少可以增加出口数量。

两国外汇较量，争相过分贬值的时候。如果一国是先主动调低汇率，再被动改变货币总量，一般说来这是不明智的行为，因为这将导致本币被别国大量廉价收购。明智的行为应当是：当别国宣布降低汇率时，本国以自己相对升值的货币大量兑换对方贬值的货币，赚取对方货币贬值的差额，同时由于收购对方货币、抛出自己的货币，也最终达到了自己货币贬值的目的。即先改变货币总量，再让市场被动贬值。

但是，如果本币已经被高估，外国资本正用本币兑换本国外汇储备而流出时，本币应主动贬值，以减少外汇损失。这样做的效果其实与被动贬值基本上是等价的：当本国政府使用本币大量购买外汇来对冲外汇储备的损失时，等价于本国政府和外资共同抛售本币，汇率会很快变化，与主动贬值效果相近。

对货币升值的分析也同理。

实汇率一方相对稳定或者波动。它能有效回答多恩·布什模型所不能回答的三个问题。

同时，它还指出，即便经济实际上不满足利率平价理论，但是由于次稳态偏移汇率的存在，也能使得一国的国际资金净流量为零。

第7节 隔山打牛：汇率套利

不仅如此，国际的汇率是相互影响的。假定各国汇率在之前是无套利的，那么你用某国货币兑换成任何他国货币，然后再兑换成本国货币，得到的货币金额仍然等于你最初所拥有的本国货币金额(假定不考虑交易成本)。

但是，如果现在两国间调整了汇率，则其他所有国家就不可能再保持与这两国的既有汇率，否则就意味着这两国间直接兑换的汇率与通过其他国家间接兑换的汇率不等，因而出现套利机会。所以国际市场的汇率波动频繁就是必然的，因为任何两个国家的汇率调整都必然波及整个市场。

国际汇率无套利的条件是：某国对另一国的汇率等于某国对第三国的汇率与另一国对第三国的汇率之比。

因此，如果某国对另一国的汇率上升，则某国对第三国的汇率应相对上升，另一国对第三国的汇率应相对下降。之所以说相对，是指并不一定绝对上升或者下降。例如某国对第三国的汇率下降，但另一国对第三国的汇率下降更厉害，仍然能满足国际汇率无套利条件。

这也说明，两个国家之间出现汇率不平衡，并不一定是这两个国家之间出了问题，而可能是受与两国都不搭界的第三国汇率调整的波及造成的。如果第三国是个抗风险能力很强的强国，而这两国本身又存在经济结构的某些脆弱之处，则最后的牺牲者可能是原本置身事外的这两国。这就是国际汇率战争的“隔山打牛”之策。

现本国为了加大投机者兑换本币的成本，略微调高本币汇率。此时先前已经兑换成本币的投机资金如果回兑成外币，则可以套现汇价差而获利。而投机者兑换本币则必须使用更多的外币。而且由于政府没有保证汇率稳定，而所有人都知道汇率已经高于真实汇率，兑换成本币的风险已经增大。所以，套现的资金回流，加上风险增大带来的投机资金涌入减缓，使得本国的净投机资金涌入开始减少。在这一过程中，不排除进一步增加投机资金升值期望的可能，但是最终仍然将服从此规律。

但是减少后的净资金涌入可能还是过大，因此政府进一步提高本币汇率。此时先前坚持涌进的资金获得更大套利，但正准备涌进的资金面临更大的风险，因为汇率偏离真实汇率更高了，随时都有回调贬值的可能。更大的套利使得更多的资金回流，更大的风险使得投机资金进一步减少涌进。

次稳态偏移汇率，是指汇率在利率差的作用下对真实汇率的偏移。在此偏移汇率下，本国的净投机资金流入为零。由此经济可以在偏移汇率处稳定下来。

但是，这种稳定是非稳定中的稳定，是一种次稳定。它是说：某偏移汇率点如果被公认稳定，则此稳定就将被破坏。只有人们不清楚某偏移汇率点是否稳定，此偏移汇率点在客观上才可能稳定。但人们虽然不清楚某偏移汇率点是否稳定，却因为拥有对真实汇率的共同认识而知道当前汇率与真实汇率的偏移量。所以从远期来说，所有人都有当前汇率回归真实汇率的预期。

如果某偏移汇率点有一个公认的稳定值，则汇率回调的风险为0，因此投机资金将如同在固定汇率制下一样，继续涌向高利率国家。

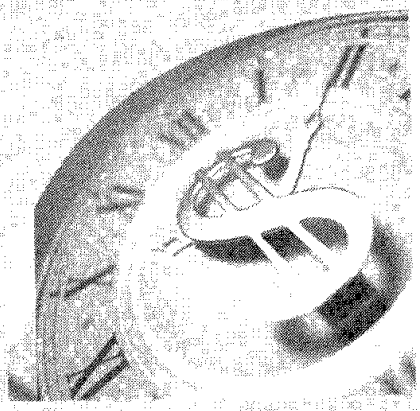
次稳态偏移汇率有点类似物理学上的“测不准原理”。也可用一句偈语来表达：“如果你不知道是否对，那你可能就是对的。如果你知道是对的，那你肯定错了。”

如果人们的期望分布经常波动，则次稳态偏移汇率无法随时间稳定。即：在利率高时，其可能在真实汇率之上形成一个震荡区间；在利率低时，其可能在真实汇率之下形成一个震荡区间。这就是汇率波动很频繁的原因之一。我们称之为汇率偏移震荡。

由上可见，次稳态汇率偏移解释了利率差存在时，汇率为什么能在偏移真

第四部分

宏观无衡价，操之平天下



导读：

均衡价格从来都是微观的事，从宏观来看没有什么均衡的价格，一个国家可以改变自己任何资产的定价，一切都是大国各方力量博弈的结果。世界上没有绝对自由的市场经济，美国说自己是自由的金融市场，实际上他们通过发行国债、降低利率等方式在使美元贬值调控自己的货币市场。美国的CPU价格昂贵，是因为其技术含量高，所以其价值就体现在这么高的价格上。这是一套说辞。不过当中国开始研发CPU，哪怕它一直在实验室不见天日，也将逼迫美国出口中国的CPU降价。这降低的价值，不是美国CPU技术含量低了，而是因为中国力量强了。同样的道理，中国要在国家储备、国际贸易、赋税政策等宏观调控手段上，构建属于自己的均衡。

第1章　国家储备

在对纠正后的微观金融定价以及汇率调控原理的阐述中我们看到，真正决定微观金融的乃是宏观经济。国家对宏观经济的调控将引起微观格局和价格的巨大变化。从这个角度来说，是宏观无衡价，操之平天下。

通过国家储备，可以调控一国的经济。例如管仲在说明货币调控的原则时所使用的以国家储备进行吞吐的方法："国币之九在上，一在下，币重而万物轻。敛万物，应之以币。币在下，万物皆在上。万物重十倍。"❶即如果国家卖出库存大量收回货币（上），物价将会下跌；而国家大量买进产品，则会扩张货币到民间（下），物价将会膨胀。

国家储备在外汇市场上也起着重要作用。与国家外汇储备对应的汇率，经济学上叫"影子汇率"。影子汇率，是指中央银行外汇储备为零时，允许市场自由浮动的市场均衡汇率。它表现央行外汇储备干预汇率的能力。影子汇率低于现行汇率，说明央行外汇储备过少，无法吸纳市场上多余的本币，最后不得不任本币贬值。如果影子汇率等于或者高于现行汇率，则说明央行外汇储备足够，市场上多余的本币可以完全由央行用外汇储备换取，以维持汇率的稳定。

不过，影子汇率也是静态的概念。因为如果央行外汇储备被耗尽，而本国又被卷入金融狙击中，则本国外汇和本币数量都将发生巨大变化，成为不确定的数值，也就谈不上有什么市场均衡汇率了。

《国计学》一书提出了与影子汇率对应的概念，即储备汇率。储备汇率，是指在既定汇率下，外汇储备与闲散游资的比率。

影子汇率和储备汇率是共轭的关系。储备汇率高，等价于影子汇率高；储备汇率低，等价于影子汇率低。不过两者并不相等。

---

❶《管子·山国轨》

影子汇率强调的是国家外汇储备被耗尽后，国家汇率变化的后果。但此时国家已经失去干预能力，因此汇率变化后果不可预料，也不可控。

储备汇率强调的是国家外汇储备干预能力与闲散游资力量之对比，更注重金融危机的预先控制。由于国家没有失去干预能力，所以这种预先评估相对有意义。

储备汇率越高，国家外汇储备干预能力越强；反之，国家外汇储备干预能力就越弱。

储备汇率变化的一般规律是：

其他量不变，投机资金净流入为正时，当前的汇率越高净流入越多，则储备汇率上升也越多。反之则下降越多。

其他量不变，投机资金净流入为负时，当前的汇率越高净流入越少（即净流出越多），则储备汇率下降也越多；当前汇率越低净流出越多，则储备汇率上升也越多。

其他量不变，若投机资金的涌进引发通货膨胀，则投入到实体经济中的货币数量增大，储备汇率上升。反之，如果通货紧缩，则储备汇率下降（注意通货膨胀引起购买力汇率下降的压力，通货紧缩引起购买力汇率上升的压力）。但若投机资金投机于本国稀缺资源，从而获取通货膨胀的套利，使得投机资金在通货膨胀后所占总货币比例更大，则通货膨胀可能使得储备汇率下降。若投机资金被摧毁而损失，则储备汇率上升。

其他量不变，通过向国外购买实物方式减少外汇储备，则储备汇率下降。

其他量不变，通过向国内投机资金发行债券的方式减少投机资金，则储备汇率上升。

第2章　国际贸易的利益衡量

第1节　谁能从比较优势中获益

国际产业布局中，如果每个国家都发展自己具有优势的产业，即自己与他国相比生产效率比最高的产业，则这样的分工对于整个国际产业布局是最有效率的。这就是比较优势理论，或者说是要素禀赋理论。

但比较优势理论仅仅是说各国因此获得的总收益最大，并没有分析各国将在总收益中将获得多少份额。这是比较优势理论或者说要素禀赋理论的命门所在。很显然，如果一国只是为国际产业布局总收益作贡献，但自己却不能从中分得一杯羹的话，它就仅仅成了比较优势理论或者要素禀赋理论的牺牲品而已。

在分工收益的分配中，掌握核心技术的强者具有绝对的分配权力。它可以提高自己比较优势产品的价格，使得弱者在分工收益中接受最低的份额——以至于这种收益仅仅比弱者不参与分工获得的收益稍微好一些。弱者面对此高昂的价格是没有选择的。倘若弱者拒绝强者的要价，则将不得不自己独立生产所有产品，连分工收益的最低份额都享受不到。而强者退出分工合作而损失的利益则会远远低于弱者损失的利益，因为强者往往在比较劣势的产业上也具有生产的绝对优势。

但并不是说，弱国就永远只能接受强国的安排。如果弱国在比较劣势产业上花大力气提高竞争力，则强国在比较优势产业上的要价能力就会被削弱，从而提高弱国的收益份额。

在分工收益分配的博弈上，一个国家不能斤斤计较于局部的收入产出，而要计算以局部作为竞争砝码对全局要价能力的贡献。典型的例子如 CPU 的研

制。中国的 CPU 研制比较落后，研制出来的时候也就是被市场淘汰的时候。从中国 CPU 研制本身来说，短期内绝对是赔钱，无法产生经济效益。但是，中国研制 CPU 的行为能迫使国外 Intel 等厂家将自己的产品降价，或者和中方进行某种形式的技术合作，以试图扼杀中国对 CPU 的研制。这种迫使国外厂家将其核心竞争力产品降价或者向中方提供部分技术资料的能力，就是局部竞争砝码对全局要价能力的贡献。从这个角度说，即使中国的 CPU 永远停留在实验室，永远处于亏损状态，但只要它存在一天，国外竞争者就要对中国 CPU 围剿一天，就不敢对自己的产品漫天要价一天。从而，中国在 IT 产业的国际分工中，将由于自己比较劣势产业的相对进步而获得分工总收益的更大份额。

从此博弈格局也可以看到，外国产品的价格高低并不仅仅是由外国生产者的技术条件等原因决定的，还要取决于本国生产此产品的能力。因此，外国的产品并不存在一个什么内在价值。

这就是《国计学》中比较贸易理论的基本原理。它研究的是国家在分工收益中的份额。

如果对方的某产品市场已经或者接近饱和，则此产品对其来说可有可无。此时，若凭借自己在此产品生产上的比较优势进行分工生产，则产品价格将会被极大压低，分工的利益将主要由对方获取。

如果对方的某产品的生产能力很强，或者说此产品的替代性很强，随时都可以自己生产，或者可以从国际其他市场上采购得到此产品，即替代效应很强，那么对方也可以压低其产品价格。

如果己方生产某产品的难度太高，成本太大，甚至根本就无法生产，那么对方的要价可以高达己方生产此产品的成本。

换句话说，在对方具有优势地位或在极端情况下，依照比较优势理论行事的弱势一方，仅仅能够获得(或稍好于)自己效率最差的那种生产的收益。

对于弱势一方来说，既然分工所获取的额外收益也不多，则牺牲短期的些许收益而着力于技术含量高但却不是自己比较优势的产业，从长期来看，往往是可以弥补这种短期牺牲的。因为到那个时候，弱势一方可以凭借自己成长之

后的优势地位攫取分工利益。

因此，加强我们的核心技术力量，不仅能使我们的某单个产品赶上去，还对提高全部产品的优势地位具有重要作用。

大卫·李嘉图

而那种以粗放型、低技术含量的产品来获得比较优势的想法是荒谬的。这只不过能使这些表面上具有优势的产品得到与效率最低产品一样的收益而已。

当然，这不是反对生产粗放型、低技术含量的产品，但这种简单的事让市场自己去做就行了，国家的力量应当放在具有技术垄断性的产业上。

第2节　技术密集是劳动密集，资本密集是劳动节约

有一种严重的错误认识，即把粗放型产业等同于劳动密集型产业，把技术密集型产业等同于资本密集型产业。因此，为了解决中国的就业问题，鼓吹发展粗放型产业。

这是非常荒谬的。

事实上，凡技术密集型产业都需要人脑的创造性劳动，具有极强的个性，这就决定了其是劳动密集型产业。例如微软的产品生产，没有什么厂房和机器，其最大的成本就是研发人员的工资。

而粗放型产业往往是机器大规模生产，傻瓜式操作，并不需要多少人手就能完成，因此常常是资本密集型产业。

一个国家如果不从事机器的研发，而仅仅进口机器来进行大规模生产，必将出现复杂劳动者严重不足，而简单劳动者远远过剩的局面。因此，资本密集型产业的发展和大量失业出现的困境便将在这样的国家发生。

第3节 国内外的贸易利益衡量

很多人不理解国家为什么要对本国企业进行补贴。在他们看来，这是违反了自由贸易原则，造成沉重的补贴成本。这里就对国内外贸易的成本进行初步分析。

物质成本—价格定理：如果本国生产的产品的物质成本不大于进口产品的价格，则不考虑本国资源生产的机会成本时，本国生产获得的附加值更高，物质财富增长速度更快。

这个道理很简单。产品价格中包含的要素为工资、利润和物质成本。对于整个国家来说，一个企业的工资不过是对其职工的转移支付，一个企业的利润不过是购买者对其的转移支付，并不是国家整体的成本或者收益。整个国家真正付出是产品价格中被消耗掉的物质成本。但如果企业进口产品，则国家将向国外支付整个产品的价格。因此，只要进口产品价格高于本国生产同样产品的物质成本，国家选择自己生产就是更优的。

从国民收入来看此问题更方便。在企业成本收益分析中，人力成本算作成本。但是在国民经济分析中，工资和利润之和，也就是产品附加值为国民收入。所以，一个国家即使补贴额度达到生产此产品的工资和利润之和，相比进口此产品也是划算的。

以上结论不适用于本国资源有更好的机会成本的情况。因为如果本国资源有能力生产更有效率的产品，则本国资源应当去生产其他产品，以赚取更大的收益。换句话说，以上结论仅适用于一国内转行困难的产业或者资源。而亚当·斯密也正是秉承这样的思想，才提出了当国内资本饱和，导致效率低于向国外发展，就会向外扩张的资本运行规律，他非常清楚“机会成本”在其中所起的作用。

而当代经济学理论仅仅把眼睛盯在利润上，根据等量资本获得等量报酬的规律，否认政府对国内市场进行补贴的效率。这必然导致国内国际市场收益的错误衡量，使本国产业处于不利的竞争地位，最终扭曲产业结构。

英、美国家的发展，正是正确地采取对本国产业的保护措施的结果。

美国财政部长亚历山大·汉密尔顿在其1792年《关于制造业的报告》中指出：

“那些已抢先发展并完善一工业部门的国家以前就享有的优势，在阻碍一从未有过该工业部门的国家引入该工业部门时所起的作用，比那些已提及的因素都要来得令人生畏。要在一最近才建立该工业部门的国家和另一该工业部门已成熟很久的国家之间维持质量和价格上的同等地位竞争，这在大多数情况下是行不通的。质量上的差异或价格上的差异或者质量和价格两方面的差异，一定得足够大，并且在没有政府特别的帮助和保护下，才能足以压制对手的竞争。”

1794～1816年期间，美国国会通过了24项修改关税的法案。到1804年，通常的关税税率已增至17.5%。1816年，棉布的关税税率定为25%。1816年和1817年通过的重要关税法案使得平均关税急剧增加，在1828年所谓的“厌恶关税”(Tariff of Abominations)法案中，将平均关税率提高到大大超过50%以上的水平。1837年，约翰·泰勒总统签署法律，降低对原材料和半成品的关税，增加制成品进口的关税，烈性酒的关税高达100%。1842年，纯棉床单布的关税税率超过100%。

美国工业迅速发展。南北战争前的1860年，已经有130多万工人在制造业工作。1810年，甚至到1860年时，美国工业产值仍落后于英国、法国并且可能也落后于德国，但是到了1894年，美国的工业产值比世界上任何国家都高。1890年，美国制造业的产值已经是农业的3倍。第一次世界大战前夕，美国的工业产值是英国、法国、德国的总和。

在这期间，美国也开始有了自己的经济学说。美国经济学家亨利·查尔斯·凯里(1793～1879年)提出国家主义经济学说，主张实行国家关税保护主义，防止英国竞争，积极发展本国的工业。他对英国当时实行的政策进行了激烈的批评，指责它企图使自己成为世界工厂，而强迫其他国家陷于脱离制造业的农业之中，使之成为英国的原料供应基地。凯里认为，实行国家保护关税政策，是实现人类高度联合的手段。因为在国家保护关税政策的指导下，可以加快开辟国内市场，促进这一地区工厂的建立和原材料生产的发展。当工厂生产出产品

后，通过市场出卖给当地的消费者。这样，人们之间的相互交换和接近的扩大，必然推进人们之间的团结。[1]

19世纪末，在德国历史学派的影响下，美国出现了以凡勃仑为代表的制度经济学。美国制度经济学家极力主张国家对经济进行干预，强调政府在调节和管理经济中的作用。

进入第一次、第二次世界大战时期之后，美国的力量空前强大。如同其前宗主国英国一样，强大的美国开始转向鼓吹自由贸易，要求各国降低关税，自由汇兑，并以此为武器摧毁了战后英国的帝国特惠制和英镑地位。第二次世界大战法国败降后，美国分析是否参战，罗斯福所任命的N.H.戴维斯等人为首的战后经济计划研究人员得出结论，认为以德国为首的欧洲集团的自给自足程度远远超过美国为首的西半球。美国的国家利益包含着毫无阻碍地获得英帝国、远东及整个西半球的市场和原料。[2] 美国为英国提供的租借协定草案第七条明确规定："最终确定的联合王国接受美利坚合众国防务援助的条件，及后者因此作为交换而得到的好处，不应妨碍两国间的商业，而应促进它们之间的互利经济关系及改善世界范围的经济关系。美利坚合众国或联合王国内部不得对进口另一国产品施加歧视。"凯恩斯怀疑该条款涉及帝国特惠制及外汇和贸易控制，当美方对此直言不讳时，凯恩斯"冲口说出了只有他才能说出的话"。他声称，英国不可能"真诚地承担此项义务"。但是，最终英国迫于美国的压力，不得不为了获得贷款援助而拱手让出权利。在布雷顿森林会议中，美国挟美元储备和本国工业之强大，迫使各国放弃外汇管制，实行自由汇兑，从而建立了美元世界货币。

第4节　外资投资与外债利益衡量

根据风险收益率原理，债务的低风险收益低于高风险的投资收益。因此，

---

[1] 陈孟熙主编、郭建青副主编：《经济学说史教程》，中国人民大学出版社1992年版，P300

[2] 王在帮：《霸权稳定论批判——布雷顿森林体系的历史考察》，时事出版社1994年版，P45

外资进入本国投资所增加的本国利润负担将远远大于本国借外债的负担。

同时，外资在本国投资，还将导致其掌控排挤本国民族产业。

再者，外资在本国投资，与本国民族产业混杂在一起，形成近距离搏杀，还会威胁本国国内国际的统一经济调控。

因此，若外资在本国的投资没有带来技术的扩散，则应尽量限制此种投资。

第5节　内债和外债利益衡量

内债，仅仅是本国的收入转移支付和结构调整，不影响本国的财富总量。而外债则将导致本国向债权国支付债务利息，造成本国财富的实际损失。

如果通过兑换得到外汇的当局或本国私人将此外汇用于国外投资获得收益，以对冲外债利息，就可以保证外债不造成本国财富的损失。但由于获得外汇方和外债支付方在兑换后已经分离，且要保证对外投资的流动性，这种协调配合往往很难达到，因此外债常造成本国财富的实际损失。

因此，借取的外债如果不用于进口技术和产品，则其完全可以由内债来替换。因为借取的外债也必须在本国兑换成本币，然后用本币来购买本国产品。这等价于向本国借取本币。但是，直接向本国借取本币，不影响本国财富总量；而借取外债兑换成本币，却将使本国额外支付外债利息，造成本国财富损失。

第3章 赋税对产业的影响

第1节 赋税、地租与囤积

经济活动中，某些稀缺资源往往会出现厂家囤积现象。

对于囤积物品来说，其需求弹性越小，边际成本越大，厂家的要价就越高，因为厂家从成本和收益两方面都有提价的动机；当需求弹性小等于1（绝对值）的时候，则厂家会不断提高价格，减少产量供应，此时没有确定的均衡价格，市场上将出现大量的囤积。

对于囤积物品的厂商来说，其所面对的利率、折旧和税收越大，囤积物品的价格就越低。

这说明，提高厂商的生产成本会提高产品的价格。但是如果提高厂商囤积的成本，则会降低产品的价格。换句话说，如果对厂商的生产征税，产品的价格就会提高；如果对生产采取优惠措施，而对其没有销售出去的产品征税，产品的价格就会降低。

这一规律对房地产政策的制定有着重要的参考意义。

削减地租的办法是减少各土地（及相关供给量受到限制的资本）产出的差距，即减少级差地租。例如，城中心地租高，其原因就是城市周边经济不发达，获取利润能力差。那么或者对城中心的地租增收高税，或者建立卫星城，扩大城市外围的经济条件，都可以有效降低级差地租。

但是，地租不仅仅是级差地租，更重要的是还有绝对地租。级差地租是由于资源的生产力不同而导致的，而绝对地租则是由于所有权垄断导致的。所有权垄断在绝对地租中所起的作用，是通过缩小供给来提高价格。因此经济理论认为，能获得地租的就是供给弹性为零（或者接近于0）的资产。这种认识是

不对的。

由于所有权的存在，所有者虽然不能无限扩大土地供给，但是却可以任意缩小土地供给，因此供给弹性完全可以很大。其缩小土地供给的程度，取决于土地所有权者的收益最大化。

事实上，土地所有者缩小土地供给，本质就是囤积土地。因此采取的措施不应该是增加房地产开发商的建设成本，而应当是尽量降低开发商的建设成本，增加开发商及房屋持有者的持有成本。所以，降低土地价格和对开发商的一次赋税，增加对囤积房屋的赋税或者物业税，是减少房屋囤积的重要措施。

第2节　赋税征收与产业发展

对非完全竞争厂商征收对产量同样有影响的赋税时，征从量税获得的税收总额要低于从价税获得的税收总额。

事实上，根据政治经济学原理，从量税相当于对地租按土地数量征税，因此不能征收级差地租，而只能征收绝对地租；从价税则相当于对地租按照土地产出征税，因此不但能征收绝对地租，还能征收级差地租。这就是为什么对产出影响相同时，从量税和从价税征收的税收总额却不同的原因。

需要提醒的是，在从价税和从量税对产出数量影响相同时，对于厂商的利润影响却是不同的。这很容易理解，在从价税下，厂商的利润所得更少。

顺便提一下利润税。利润税就是对厂商的利润按照一定比率征收的赋税。可以很容易证明，使得利润最大化的产量也是税后利润最大的产量。因此利润税对产量没有影响。但是也要注意这个结论仅仅是对当期生产而言。如果考虑资本积累再生产，则显然利润税对于多期产量是有影响的。

边际成本上升的速度越快，边际收益下降的速度越快，则等量税收导致的产量变化就越小。反之则越大。这是由于产量的些微调整就能使得收益和成本剧烈变化，从而得到税收。

同时应强调：税收导致的产量变化不是取决于产品的供给弹性和需求弹性，而是取决于边际成本和边际收益的斜率。

现在考虑生产者自身的生产效率在赋税中的影响和作用。在征收赋税量不变的情况下：

（1）厂家边际收入递增时，赋税对产量的改变，其绝对量与边际产量成正向变化；边际收入递减时成反向变化。递增或递减越快，变化越大。

（2）厂家边际产量递增时，赋税对产量的改变，其绝对量与边际收入成正向变化；边际产量递减时成反向变化。递增或递减越快，变化越大。

（3）厂家边际成本递增值越大，产量改变越小。

以上结论说明，征收赋税时，对于边际成本过高，以至于在边际收入还在上升时就达到均衡的产业，其生产效率越高，产量受抑制越大。而对于边际收入已经下降的产业，生产效率越高，产量受影响越小。但是边际收入下降得越快，产量受影响越大。

对于生产效率还在递增时就达到均衡的产业，其边际收入越高，产量受抑制就越大。而对于生产效率已经下降的产业，边际收入越高，产量受抑制越小。但是生产效率下降得越快，产量受抑制越大。

这说明，对于刚开始蓬勃发展的产业，如果它仅仅是受限于上升的成本而均衡，则效率越高对税负的承受能力越弱。而对于成熟边际收入已经下降的产业，则效率越高对税负的承受能力越强。

对生产效率递增的分析也同理可推。

现在考虑对上下游产业链进行征税的模型。假设产业链上的各个产业是独立的。为了简便模型，假设产业链上的每个产业就是一个企业，因此每个产业按照自己的利益最大化行事。实际中，由于产业内部也有竞争，企业不可能按照自己利益最大化行事。此时不能简单套用此模型，而应多种因素综合考虑。

在多级产业链中，如果从价税的税率相同，则对产业链的任何一级征税，导致的产量变化都相同。但是对下游产业征收比对上游产业征收的总税额高。上游产业很难把赋税成本向下游产业转移，而下游产业却容易把赋税成本向上游产业转移。

然后我们考察从量税。

当对产业链征收对产量影响相同的从量税时，如果下游产业边际产量递

减，则在下游产业能比在上游产业征收到更多的总税额；如果下游产业边际产量递增，则在上游产业能比在下游产业征收到更多的总税额。

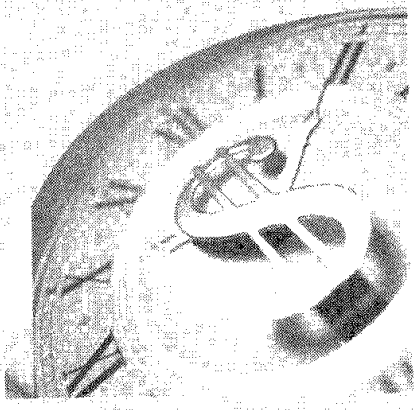
最后我们再来看一下利润税。由于利润税不影响厂商的最优化选择，所以利润税不影响产量。

应特别注意的是，本赋税原理仅仅考察了赋税对一次生产的影响，而没有考察由于税赋使得资本再积累变化对各产业造成的长期影响。

消费者承担赋税的比例与需求曲线的弹性无关，而与需求曲线的斜率相关。需求曲线斜率越大，消费者承担的赋税越多，而生产者承担的赋税越少。反之亦可推。

第五部分

改变历史的货币战争之一
货币天然不是金银：
强者为王



导读：

从中国的白银败给欧洲的黄金，中国衰落而欧洲崛起。从建立在黄金基础上的英镑世界货币到同样建立在黄金基础上的美元世界货币，再到现代信用货币体系的建立，这是贵金属体制下的货币战争。在这个历程中，世界强权为了各自的利益，既可以冒天下大不韪废除白银、黄金的货币地位，也可以重新树立白银、黄金的货币地位，对金银翻手为云覆手为雨。货币天然不是金银，这是贵金属本位下的货币战争。

第1章　中国梦魇：信用货币时代败于白银时代

如前所述，中国的货币制度远远走在了世界的前列。宋代发行的“交子”是中国最早发行的纸币，也是全世界最早发行的纸币。

在欧洲，最早发行纸币的国家是瑞典。瑞典的斯德哥尔摩银行（Bank of Stockholm）于公元1656年成立，1661年开始发行纸币。这是一般研究经济史学者所认为的欧洲最早发行的纸币。但就时间而言，已经比中国晚了600余年。

自北宋由政府办理发行交子之后，纸币开始在中国使用。其流通区域起初以四川为主，也曾一度行使于陕西境内，但为时很短。到了南宋，纸币的使用逐渐普及。当时的纸币除称交子外，尚有会子、关子等名称。

由于纸币的大量出现，对纸币的调控办法——“称提”之术应运而生。

“称提”是南宋对兑换纸币进行调控的方法。主要发行管理原则有以下几项：

规定发行最高限额。如四川官交子的限额原来规定为每界125.634万缗。当然，虽然理论上有发行最高限额，但在实际执行中，由于官府的腐败和中央的临时措施，纸币发行总量往往不断增大，从而导致通货膨胀。

规定发行准备金。官交子每界发行须备本钱33万缗，为发行总额的28%。例如，虽然最初确定计划时，“相度秦凤、永兴两路盐钞，岁以百八十万缗为额”。[1] 但是，处于财政困境的宋王朝统治者总是忍不住要虚发盐钞。自熙宁十年（1077年）冬至元丰二年（1079年），解盐产量只有117.5万余席，而“通印给（盐钞）177万席”，虚钞仍达59万余席。[2]

---

[1]《续资治通鉴长编》卷258，熙宁七年十二月条

[2]《续资治通鉴长编》卷312，元丰四年四月条

中国同时采用有价证券对纸币进行吞吐操作，以控制纸币总量。我国传统就有通过国家储备买卖货物以控制市场上货币总量的平准法，但那主要是通过实物来进行的。而随着有价证券的发展，南宋时期已经逐渐从吞吐实物过渡到了由国家吞吐有价证券来调控货币总量。例如当时朝廷以盐钞为本大量回收当时正在贬值的当十钱。[1] 南宋孝宗乾道年间（1165～1173年），面对会子的不断贬值，朝廷诏令“行在榷货务、都茶场将请算茶、盐、香、矾钞引，权许收换第一界，自后每界收换如之”，[2] 将盐钞用作收换纸币的本钱。

从以上原则可以看到，现代国家的纸币调控技术要素，在我国宋代已经基本成型。

元代时，中国的纸币调控技术进一步发展，演化为不兑换纸币制度。

叶李（1242～1292年），字太白，杭州人。他曾向元世祖建议发行不兑换纸币，并于至元二十四年颁布钞币条画十四条。其要点是在称提之术上禁止私人买卖金银。人民可以保有金银，并可向平准库买卖，但却不许用作私人交易。

明代（1368～1644年）时，这种先进的主权信用货币制度受到了欧洲贵金属货币制度的严重冲击，并在以后逐渐崩溃。

明代货币有纸币、铜钱和白银。明前期主要用纸币，明中叶以后白银成为主要货币。清代(1616～1911年)银、钱兼行。铜钱制钱仿照明朝制度，由国家统一铸造发行。银锭则许民间自由铸造，因此各地的铸银在重量、成色上有不少差异，种类繁多。

明中叶以后白银成为主要货币，标志着中国主权信用货币制度的崩溃和欧洲贵金属货币制度在中国占据主导地位。

16世纪60年代以前，外国白银对明朝中央政府财政的影响很小。1567年，明朝弛海禁。从1528～1643年明朝太仓银库岁入数额表可以看到，4年以后，即1571年，马尼拉中西贸易开始，明朝银库收入迅速增加，从75000~86000公斤增加到116250公斤。进口白银开始发挥影响。到1577年银

[1]《文献通考》卷9，《钱币二》

[2]《宋史·志第一百三十四·食货下三》

库收入达到163478公斤。直到明亡，政府每年的白银收入从来没有低于100000公斤。

白银货币是足值实物货币，黄金货币也是足值实物货币。但为什么白银最后取代主权信用货币成为中国本位货币，而黄金却没有呢?

如前所述，如果几种货币并行，若其中一种货币由于更为足值等因素，使得其信誉大于另一种货币，则人们都愿意将信誉良好的货币藏起来，只使用劣质货币。这就是劣币驱逐良币原理。但若良币的供给充足，在满足人们储藏需求后仍然有足够数量在市场上流通，则人们将拒绝接受劣币，劣币就会被淘汰出局，使良币成为流通货币。此时就会出现良币驱逐劣币的现象。

与黄金、白银这两种足值实物货币相比，中国主权信用货币的信誉显然要低一些。特别是当时中国最高统治者本身都没有意识到黄金、白银对中国未来的破坏性威胁，而去追逐贵金属货币。中国主权信用货币失去了最高统治威权的支持，从而成为不折不扣的劣币。

当时，黄金的数量呈世界性的缺乏状态。中国庞大的经济体决定了黄金货币的相对稀缺。而欧洲输入中国的大量白银使得中国白银货币相对充足。根据良币与劣币之关系原理，黄金因为数量过少，成为被驱逐的良币；白银因为数量充足，成为驱逐主权信用货币的良币。这就是中国明朝以后选择银本位制而不是金本位制的原因。

事实上，当时欧洲也是将黄金和白银同时作为本位货币，只是在后来黄金的产量迅速提高，可以勉强满足经济需要时，白银才退出了本位货币之列。

中国白银数量的迅速增大，使得白银本位制的建立成为可能。

1581年，明朝张居正“一条鞭”法标志着中国银本位货币制度的正式确立。“一条鞭”法将大部分田赋、徭役和其他杂税折成银两缴纳，从政府层面承认了白银的地位，同时否决了中国传统主权信用货币的权威。

从短期来看，根据“一条鞭”法，户丁只要出钱就可以免除力役，从而使户丁有了一定程度的人身自由；银两代替实物缴纳赋税则扩大了货币流通，有利于商品经济的发展。“一条鞭”法的实施和货币法的强化，使诸如南京、苏州、松江、宁波、漳州、广州等城市经济繁荣。但是从长期来看，它标志着中

国放弃了世界上最先进的主权信用货币制度，倒退回了贵金属实物货币制度。从这个时候开始，中国的命运就不再由自己控制，而是被世界黄金白银的动荡所左右。贵金属实物货币的所有弊端，中国都将承受。

更为严峻的是，自古以来都是奉行主权信用货币制度的中国，对贵金属实物货币制度显然还非常生疏。贵金属实物货币制度下，最重要的是控制和预测贵金属币材的生产，从而决定金属货币的选择和储备。如果不能从生产源头把握住贵金属币材，并根据实际情况进行储备，则实行贵金属实物货币制度的国家将陷入被人左右的悲惨境地。当年欧洲探寻新大陆的目的，就在于控制和预测黄金和白银的生产。而中国作为当时足以左右世界经济走向的大国，却将黄金白银的价值看成是天然的，被动地从世界吞吐黄金、白银，而没有去控制和预测世界黄金、白银的生产。中国从实行“一条鞭”法这一天起，就将自己的命运放到了被别人摆布的菜板上。

其实，金融业在中国也蓬勃发展。据统计，1644 年全国有当铺两万多家，1744 年时北京有当铺六七百家。有的当铺资本额高达白银数万两或十几万两。经营典当业的主要是商人，此外还有地主、官僚，甚至政府也投资设当铺，称为“官当”。当铺的业务除放款外，还接受存款，兼营兑换等。明清时期还出现了钱庄、银号、票号等新的金融机构。钱庄起源于明中叶，最初规模较小，主要从事兑换业。明末，钱庄逐渐发展成为从事经营接近近代金融业务的机构，除兑换铜钱、金银外，还兼营放款、存款等业务。银号最早出现于清初，经营业务与钱庄类似。钱庄、银号还发行钱票和银票，可以用来兑换铜钱和白银。随着钱庄、银号在全国普遍设立，清朝乾隆年间及以后，银钱票的流通非常广泛。清代乾隆、嘉庆年间出现了经营汇兑业务的票号，因经营者主要是山西人，故又称“山西票庄”，他们起初只为商人办理汇款，后又兼办政府和官吏的公款汇兑和存、放款业务。除了民间自办的各种机构外，清政府也设立了官方的金融机构“官银钱号”，从事各项金融业务。

金融业的发展极大地促进了中国经济的发展。但是在主权信用货币制度的崩溃和银本位制度建立的背景下，各银庄票号就相当于一个个小的发钞机构。在白银供给过多时，这些金融品迅速扩张，加剧了通货膨胀；在白银紧缩时，

这些金融品迅速紧缩，加剧了通货紧缩，从而加剧了中国的经济动荡。

由于缺乏对白银的开采权，中国实行银本位还使得人们必须用大量实物财富去换取白银，这便导致了财富向欧洲流失。

殖民地时期西属美洲生产了10万~13万吨的白银，其中向美洲以外地区输出了大约80%，这些白银的近一半流入了中国。[1]

首先是通过阿卡普尔科与东方直接贸易流入的白银。

1565年(嘉靖四十四年)4月27日，西班牙舰队抵达菲律宾的宿务岛，从而在南洋建立了第一个殖民据点，1571年时又攻占了马尼拉，三年后正式开始了在该地的殖民统治。从此开始了西班牙人以菲律宾为基地与中国进行贸易的历史。

就整个美洲殖民地时期通过马尼拉流入中国的白银数量而言，庄国土在《16~18世纪白银流入中国数量估算》一文中指出，明季(1567~1643年)从菲岛输入中国的白银约为7500万比索。而在1700~1840年间，从菲岛输入中国的白银为9360万两左右。按每两为1.33比索计算，后者为12448.8万比索，与前者相加为19948.8万比索。可见，从16世纪中到19世纪初，自菲岛输入中国的白银应不少于2亿比索。按每比索为36克计算，总计约为7200吨。

其次是流往欧洲再转输到中国的白银。

输往欧洲的白银通过两条渠道最终又到达了中国。一是西班牙金银船队每年载银从墨西哥和巴拿马地峡到西班牙的商业中心塞维利亚，再非法运到葡萄牙，与从秘鲁通过布宜诺斯艾利斯走私到里斯本的白银一起装上大帆船，绕好望角运到果阿。他们在果阿卸掉欧洲货，再补充些通过地中海和中东贸易区渗透到印度的白银，经过马六甲运到澳门。葡萄牙人用白银为日本、印度、中东及西欧市场购买中国货。葡萄牙船此时每年从果阿运到澳门的白银为6000~30000公斤不等。二是西班牙船队运到塞维利亚的一部分白银被转运到阿姆斯特丹和伦敦，然后通过荷兰、英国与中国的贸易而进入了中国。17世纪初，荷兰和英国的东印度公司开始将部分白银运到东南亚以购买胡椒、香料，更重要

[1] 韩琦："美洲白银与早期中国经济的发展"，《历史教学问题》，2005年第2期

的是购买中国的丝绸、瓷器等昂贵物品。尽管当时这部分白银的数量比较小，但仍受到早已成为东南亚海上贸易中经济力量强大的中国商人的重视。荷兰人和英国人都没有足够的易货商品来换取中国的丝绸和瓷器，而中国人销售货物只收白银，“他们不喜欢金子，也不喜欢任何其他一种货物”。

万明先生认为，1570~1644 年美洲通过欧洲转手运到东方的白银大约有 8000 吨，除去流入印度和奥斯曼的以外，其中大部分流入了中国，估计约有 5000 吨。

弗兰克在《白银资本》一书中提供了一张 1500~1800 年间世界白银生产、出口和进口的图表。这张图表对美洲白银的去向给出了一个清晰的表述，它表明 16 世纪美洲向欧洲输送了 1.7 万吨白银，欧洲没有向中国输送任何白银，日本向中国输送白银 2000 吨。到 17 世纪，有 2.7 万吨白银从美洲运往欧洲，其中的 1.3 万吨(约占一半)被运往中国，日本向中国输送了 7000 吨白银。到了 18 世纪，美洲向欧洲输送了 5.4 万吨白银，其中有 2.6 万吨(仍然是大约一半)被转运到中国，日本则没有向中国输送白银。从这个图表中我们可以得知，在 1500~1800 年间，欧洲从美洲获得 9.8 万吨白银，其中 3.9 万吨被运往中国，5.9 万吨留在欧洲。中国除从欧洲获得 3.9 万吨白银外，还从日本得到 0.9 万吨，又从美洲经马尼拉得到 0.3 万 ~ 2.5 万吨，总计 5.1 万 ~ 7.3 万吨。这个数目与留在欧洲的 5.9 万吨相差无几。

在大量研究基础上作出的估算，证明了占美洲产量近一半的世界白银流入了中国，数量极为庞大。因此，中国被人形容为一个白银的“吸泵”和终极“秘窖”。

日本学者滨下武志在《纳贡贸易体系与现代亚洲》(1988)一文中也写到：“整个复杂的纳贡贸易结构的基础是由中国的价格结构决定的……纳贡贸易区组成了一个统一的‘白银’区，即白银成为中国持续贸易顺差的结算手段。”

与巨额白银的输入相对应的是中国巨额的物质财富被输送到了欧洲。美洲、欧洲成为中国的中央银行，中国获得央行货币的代价不但是失去了货币调控权，还失去了巨额的铸币税。有多少白银通过购买产品而进入中国，就有多少财富流出中国。这与今天中国出口获得巨额顺差导致外汇储备急剧增大的后

果是一样的。

自此以后，中国政府失去了货币调控能力。经济的涨缩完全仰人鼻息。白银的流入带来了城市的繁荣，但也鼓励了商业投资和物价飞涨，使经济和社会的不稳定趋于恶化。很多商人和手工业者被螺旋形的通货膨胀引向更加依赖货币经济的扩张，而货币经济发展本身则依赖大量白银进口以增加货币的供应。

从1610年到明朝灭亡的1644年，进口白银大大减少，原因包括：美洲白银产量下降；1630年之前荷兰和英国对中国和西班牙航海的骚扰；1634～1635年西班牙国王的限制贸易政策；1639～1640年西班牙在菲律宾屠杀2万多名中国人事件的影响；荷兰封锁果阿和马六甲商道；日本德川幕府禁止日本人进行海外贸易。同时，在中国国内，明朝政府在1618～1636年为对付农民起义和满族入侵，将税收提高了7倍，使得投资人宁可将白银窖藏起来等待时机，由此造成流通中的白银大大减少和银贵钱贱，从而给经济带来了灾难性的后果。明王朝的灭亡并非仅仅因为这个时期白银进口的锐减，但白银减少必定加重了它的困难，动摇了它的统治。[1] 从铸币税收益的失去到货币调控权的丧失，中国经济注定走向深渊。

中国有远见卓识者早就预料到了主权信用货币体制被摧毁、贵金属实物货币占主导地位的严峻后果。这尤其表现在明清之际人们关于“银荒”问题的议论中。17世纪，黄宗羲、顾炎武、王夫之等表达了他们否定赋税征银及白银流通的思想。黄宗羲提出“废金银”的主张。王夫之也主张废金银而专用铜钱。可以说，他们的思想一方面是恢复到了中国传统的主权信用货币体系上，另一方面也是摆脱金银天然具有价值的禁锢思想，勇敢地提出了中国应在世界货币格局中采取进攻手段的策略。

非常遗憾的是，这些中国先贤的建议并没有得到重视。相反，一直到今天，不少学者还以为顾炎武等人的货币思想发展迟滞，是反资本主义而行之。这真是历史开的一个大大的玩笑。之后，1717年英国废除了白银的本位货币地位，引起世界诸国废除白银的狂潮；1931年英国再废除金本位；一直到第二

[1] W.S.阿特韦尔.国际白银的流动与中国经济[J].中国经济史研究动态，1988，(9)

次世界大战后布雷顿森林体系的垮台，美国彻底废除金本位，世界进入主权信用货币体系时代。历史事态的发展证明了这些中国先贤的远见卓识。而这种远见卓识却随着中国越来越落后于世界，随着国人自信心的逐渐泯灭，已经越来越少了。

高度发达的宋、明文明在原始的蒙古、后金文明面前落败，是中华民族最大的伤痛。

而世界最先进的货币调控制度在原始的实物货币制度面前落败，同样是中华民族的梦魇。这个梦魇伴随这个苦难的民族，一直到今天。

我们不能说货币制度是造成中华民族今天落后的唯一原因，但无疑它让我们这个民族承受的苦难更加深沉。

第2章　白银时代VS黄金时代：中国衰落和欧洲崛起

在良币与劣币的较量规律下，中国庞大的经济体使得其选择了银本位制，而欧洲相对弱小的经济体一直是金银复本位制。

随着美洲和非洲金银开采量的扩张，黄金和白银的供应量急剧增大，已经不需要将黄金和白银之总和作为货币来满足经济发展的需要。黄金和白银的生产扩张速度不是同比例的，因此就必然出现本书前面所说的复本位下良币驱逐劣币或者劣币驱逐良币的问题。

葡萄牙、西班牙等国从美洲、非洲掠夺来的黄金，大部分弯转流入了英国。16世纪末西班牙控制了世界黄金开采量的83%。金银的大量流入，造成欧洲物价的上涨，出现了第一次价格革命，它对欧洲封建主义的解体和资本主义生产关系的建立起到了巨大的推动作用。17世纪葡萄牙为了对抗西班牙而与英国结盟，并向英国的工业品开放了市场。此时在葡萄牙控制下的巴西黄金开发高潮兴起，但由于统治者的封建专制，葡萄牙成了黄金漏斗，大部分黄金流向了英国。仅流入英国国库的黄金就有600吨，再加上其他国家的流入，英国迅速积累了巨额黄金，为英国的金本位体制提供了可靠的经济担保。所以此时发生的第二次价格革命不仅没有影响英国的金融业，反而为英国商品的出口创造了条件，英国产品的出口量占了全世界总量的1/4。

英国注意到了黄金和白银生产扩张的事实，同时注意到了白银的生产扩张更为迅猛。如果白银以远远高于黄金的速度扩张，而黄金的扩张速度基本上能跟上经济发展的速度，那么根据良币驱逐劣币原理，黄金对白银的驱逐就是理所当然的了。

在英国国会1819年就选用白银还是黄金作为本位币的辩论中，李嘉图就是出于对货币数量的考虑，使国会同意选用黄金而非白银作为英国的本位币。

事实上，李嘉图起初本是支持银本位的，但后来几名技术人员的话影响了李嘉图，使他认识到，“机械特别适合于银矿使用，因此非常容易导致这种金属量的增加，并因此而使其价值发生变动”。

英国在持有巨额黄金的情况下，利用复本位下的套利法则，不断将越来越廉价的白银按照复本位的固定比率向其他国家兑换成黄金，进行金银套购。在大多数欧洲和亚洲国家实行金本位制之前，英国利用套购方法获取了大量黄金。

抛弃大量白银转而拥有足量黄金的英国最后决定废除白银的本位货币地位，即废除金银复本位制，于1717年施行了金本位制，并于1816年以颁布法令的形式确定了金本位制度，1821年在法律上实现了完全的金本位制。虽然英国具有足量的黄金，但从整个欧洲来说，黄金数量仍然不足，因此其他国家不得不继续实行金银共同构成币材的复本位制度。这种权宜之计使得黄金继续流入英国。

1850年，加利福尼亚和澳大利亚发现黄金，使世界黄金存量突然增加，黄金作为单一本位货币满足欧洲经济发展的需要已经成为可能。紧接着，欧洲国家一个接着一个从银本位制转向了金本位制。到1880年，各主要工业国家相继采用了金本位制。

英国在欧洲大陆上率先看到了黄金和白银的供给前景，率先实行金银套购，获得了巨额黄金储备，并率先废除白银，实行金本位制度，由此奠定了其金融霸主地位。

此时，中国已经进入清朝200多年。沉睡的中国仍然没有想到贵金属实物货币本位制下的供需法则，对世界金银生产的格局一无所知。事实上，在当时，即使中国意识到了金本位制的威胁，以其庞大经济体的货币需求，也很难一时跟着转向金本位制。倘若中国转向金本位制，则必然导致当时世界性的黄金紧缺，由此导致世界性的经济衰退。当然，衰退得最严重的无疑是中国自己。所以除非中国有勇气重新恢复主权信用货币体系，否则将不得不延续银本位体系。如果中国试图采取金银复本位制，必然力图保持金银的固定比价，而在世界金融体系中银价不断贬值的情况下，必将被更加严重地套购黄金，导致黄金加剧流失。

英国对欧洲实行金银套购，而欧洲则对中国实行金银套购。这就是当时的世界经济格局。

由于中国实行银本位制，随着中国经济的发展，对白银的货币需求量增大，而黄金则主要用于装饰、收藏等，并不用于实现其支付手段功能。这样，中国的白银价格相对昂贵，而黄金则相对便宜(如果中国实行金本位制，中国的黄金价格将会上扬，比欧洲更为昂贵)。而欧洲实行的是金本位制，对黄金的需求量大，对白银的需求很少，但世界白银的产量却迅速扩张，所以欧洲的黄金昂贵，而白银则价格便宜。这样的结果，就是欧洲将大量的白银运送到中国，换取中国的黄金。由此，世界上的白银源源不断地进入中国，中国的黄金则源源不断地流往欧洲。最终，巨额贬值白银的流入给中国带来了通货膨胀。

早在1609年，一位拥有25年在亚洲经商历史的葡萄牙商人佩德罗·德·芭萨就注意到："通常1个金比索可以兑换5个或5.5个银比索，如果中国白银发生短缺的话，从外地购买白银，价格就上升到1：6或6.5银比索。我所见到的最贵的在广州城购买的黄金是7个银比索兑换1个金比索，我从没有看见过比这个价格再高的了。而在西班牙，1个金比索通常值12个银比索。显而易见，从中国购买黄金意味着可以产生75%～80%的利润。"

亚当·斯密在《国富论》中也写到："当欧亚初通贸易时，亚洲各国尤其是中国与印度的金银比价比欧洲高得多，……在中国及其他大部分印度市场上，纯银与纯金的比价通常为10：1，至多也不过12：1，而在欧洲则为14：1或15：1。因此，对于航行印度的欧洲船舶，一般的，银是最有价值的输运品。对于向马尼拉航行的阿卡普尔科船舶来说也是如此。新大陆的银，实际就是依着这种种关系而成为旧大陆两端通商的主要商品之一。把世界各处相隔遥远的地区联络起来的，大体上也以银的买卖为媒介。"❶

据弗林和吉拉尔德斯研究，美洲殖民地时期曾发生过两个套利周期，第一个套利周期是16世纪40年代至17世纪40年代的波多西周期。15世纪中期中国明朝纸币体系的完全崩溃导致了银币的替代和白银税收体系的建立。当时的

❶ 亚当·斯密.国民财富的性质和原因的研究（上卷）[M].北京：商务印书馆，2003，P198，P199

中国拥有世界1/4的人口和比伦敦和巴黎大许多倍的城市，其“白银化”带来了巨大的全球反响。正是中国的需求压力引起了中国的白银价值两倍于世界其他地方，这种悬殊的差价反过来吸引了来自世界各地的白银。在16世纪初，中国金与白银的比价是1：6，而欧洲为1：12，波斯为1：10，印度为1：8。到16世纪末，广东金与银的比价为1：5.5或1：7，而西班牙为1：12.5或1：14。“这表明中国白银的价格是西班牙的两倍。”同期在日本，二者之比为1：10，在莫卧儿的印度为1：9。有不少档案文献表明，当时的商人意识到中国的白银价格大大高于世界其他地方。直到17世纪40年代，中国的白银价格才降低到与其他地方的价格大致均衡的程度。17世纪后半期是一个世界白银价格相对稳定的时期，但仍有比较少量的白银继续流入中国。

第二个套利周期是1700～1750年的墨西哥白银周期。18世纪，由于美洲新作物的引进，促使中国的耕种面积扩大了1/2，人口增长了3倍，这时中国经济已经“白银化”，这样的人口爆炸也意味着对白银需求的巨大增加，致使中国的银价格比世界其他地方高出50%。18世纪前半期，中国的金银比价保持在1：10～1：11，而欧洲为1：15。中国高出欧洲50%的利差导致了18世纪墨西哥白银生产的繁荣，世界各地的白银再次争先恐后地大量输入中国。虽然18世纪的利差明显小于上一个白银周期，但由于输入的数量增大，所以，很难说获利就一定减少了。18世纪，仅墨西哥就铸造了10亿多比索的银币。大量白银的进口最终导致“到1750年以后，中国的金银比价上升到1：15，而欧洲则下降为1：14.5~1：14.8。在第一个白银周期，全球白银价格趋于均衡的过程用了一个多世纪，而第二个白银周期的均衡过程仅花费了50年的时间。[1]

黄金的流失和白银的贬值给中国带来了深重的灾难。从国内来看，白银的过多导致中国通货膨胀危机；从国际来看，中国耗费大量物质财富获得的白银收入，转眼损失殆尽。

本来中国并不是没有短暂的机会。黄金与白银的开采量虽然都迅速增长，

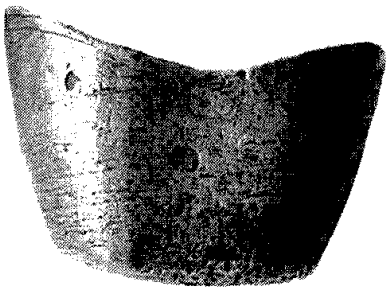
[1] Dennis O.Flynn and Arturo Giraldez:Cycles of Silver,Global Economic Unity Through the Mid-18th Century [J],1999.www.aghistory.ucdavis.edu/flynnpaper.html

但是黄金的增长速度还是逐渐落后于世界经济增长速度。这使得币材又开始不足。因此白银重新成为本位货币成为可能。世界性通货紧缩使世界上要求恢复白银本位的呼声非常之高。1896 年，美国民主党的威廉·詹宁斯·布莱恩就曾以此为政纲竞选美国总统。

然而，早在 1887 年，正是黄金的紧缩促使苏格兰三位化学家发明了氰化法，用这种方法可以从低级别的矿石中提炼出黄金。1896 年，非洲的金矿使用这种方法使世界黄金量突增。黄金数量的增加使得黄金与当时的经济发展相比不再紧缺，因此不再需要白银来补充币材，银本位制终于走向了历史的终点。而布莱恩的政治前程也由此断送。

白银在世界上失去了货币地位。全世界弃白银不用，造成白银的世界市场价格下跌，使当时仍然采用银本位制的中国的货币价值下降。从那时起，中国的国库储银总是不够用，买枪买炮买军舰总是没有足够的银钱。

对于中国来说，最可悲哀的还是主权货币调控权力的丧失。白银的贬值给中国造成深重的灾难，白银的升值同样会给中国造成深重的灾难。这才是中国采用贵金属实物货币制度的无奈之处。


明朝后中国货币：白银

1933 年，美国罗斯福总统为了争取白银集团的支持，颁布了白银购买计划。白银购买计划的本意是想通过提升白银价格，为白银生产商提供补偿。但白银价格的上升使当时中国的白银货币相对于世界各国货币升值。本来，中国白银价值的上扬对于拥有大量白银的中国来说并不一定是坏事，因为这意味着中国的购买力也上升了。但是由于失去了主权货币控制权，美国对白银的购买相当于抽紧了中国的银根，导致中国基础货币紧缩，从而出现了大面积的经济萧条。与此同时，由于白银升值导致中国出口价格上扬，使之失去了在国际市场上的竞争力。双重打击之下，中国国民政府不得不退出银本位转向金本位。然而中国经济继续受着黄金供应量的制约，货币缺乏问题仍然十分严峻。如果中国当时实行的是主权信用货币制度，则在本币升值的时候采取货币扩张政策，就可以有效地抵御货币不足和出口困境，从而摆脱经济危机。

第3章 骑在金本位上的世界货币：英镑

英国通过殖民地掠夺、贸易和金银套购，拥有了巨量的黄金，然后废除白银的本位货币地位，实行金本位制度。随着世界黄金开采量的进一步增多和白银超过经济发展程度的迅速增多，欧洲和美国相继采取了金本位制度。觉醒迟钝的国家，无一例外都遭受了黄金被套购而流失的命运。

在完全的金本位体制下，金币可以自由铸造和自由融化，可以自由兑换辅币和银行券等价值符号，实质上是可以自由利用黄金或金币创造信用，可以自由输出输入国境，以保证物价与汇率的稳定。

根据准备金原理，英国以黄金做准备，可以发行自由兑换黄金的英镑。由于凭借此英镑可以自由从英国提取黄金，因此英镑的信誉等级非常高，结合其便于携带等特点，可以直接等价于黄金。拥有英镑的人其实并不关心是否一定要兑换成黄金，而是关心是否能买到等值黄金购买的商品，因此英国并不需要兑现所有的英镑，而只需要保持一定比例的黄金准备就可以了。这样，英镑成为世界货币。与此相应的是英国获得巨额的铸币税。换句话说，由于英镑成为世界货币，英国只要源源不断地印刷钞票来满足世界上其他国家的外汇储备和交易需求，各国就可以向英国换回巨量的实物财富。

凭借英镑世界货币的体系，当时的世界经济取决于英镑的涨缩。在黄金供应量不能满足经济发展需要的情况下，英镑可作为世界货币满足世界经济发展的需求。当时，英国是国际资本供给的最主要来源国，直到1914年，其资本输出还占全部资本输出的43%，它作为对外贷款国的纪录在整个国际投资史上从未被打破。伦敦是最重要的国际金融中心，各国同英国的经济往来以及它们之间的大部分商业关系都需要通过率先实行金本位制的英国筹措资金。

第一次世界大战前，虽然英国工业实力相对于美国、德国而言处于不断下

降之中，对外贸易也长期处于逆差地位，但其国际收支却能长期维持顺差的有利局面。究其原因，主要是其利用英镑的特殊地位获取了大量的铸币税，“使得英国的黄金储量远远低于其对外国的短期负债”，因而英国有能力进行大规模的海外投资和贷款，而巨额利润和利息的回报加上其他海外服务业方面的收入不仅弥补了其对外贸易逆差的差额，还进一步壮大了英国的经济实力，从而延缓了英国霸权的衰落。

利用伦敦世界金融中心和英镑国际货币的优势，英国扮演了世界央行的角色。同时，利用准备金制度，英镑的数量远远超过黄金准备量，因此英国的黄金准备只要些微变化，就可以通过英镑的成倍扩张和收缩，成倍地吞吐黄金，从而控制世界市场的黄金和英镑供应，以此谋求本国利益的最大化。

英国对黄金的控制有三种方法。

第一种是直接用英镑买卖黄金。当世界市场上的黄金供应过多导致贬值压力产生时，英格兰银行便用英镑购买黄金，从而通过英镑扩张和黄金紧缩，维持英镑和黄金的比价。当世界市场上的黄金供应不足而导致英镑有贬值压力时，英格兰银行便用黄金购买英镑，从而通过黄金扩张和英镑紧缩，维持英镑和黄金的比价。

第二种是通过利率调整，即通过英格兰银行对银行的贴现率进行调整，来控制英镑和黄金的比价。当英镑趋于贬值而被抛售，以换成黄金外流时，英格兰银行便提高贴现率，迫使伦敦金融市场利率相应提高，从而使黄金回流购买英镑，增加英镑的黄金准备比率，英镑坚挺。当国内黄金过度膨胀导致英镑趋于升值时，英格兰银行便降低银行贴现率，使得英镑兑换成黄金外流而改变英镑强势。从而可以稳定英镑与黄金的比价。在英国在国际金融市场占支配地位的时代，货币金融力量已经成为其一项重要的权力资源。

第三种则是前两种方法与英镑独立涨缩(如信贷、资本输出等方式)的相互配合，以调控黄金与英镑的绝对数量与相对比例。前两种方法是防守型的，以保证英镑与黄金的固定比价。而第三种方法是进攻型的，它可以在确保英镑与黄金固定比价的同时，对世界上的黄金进行吞吐操作，以造成黄金供应的波动，导致黄金相对于其他国家货币的汇率变化，从而在人为的黄金危机中获取套利。例如，如果英国要压低黄金价格，它可以卖出黄金收回英镑，并将英镑

通过信贷等形式独立扩张，使得黄金与英镑保持固定比价，同时由于世界上黄金供应过多而压低黄金相对于其他国家货币的价格，当然也压低了英镑的价格。反之，也可以抬高黄金和英镑的价格。所以，并不是说在金本位制度下黄金就完全不受操控，也不是说在金本位制度下英镑的价值就不会波动。

通过前两种方法的结合，只要世界黄金供应量随着经济相对稳定地按比例增长，英国就能通过黄金的吞吐，在一定的准备金比率下实现与黄金保持固定比值的英镑扩张，获得相应的世界货币铸币税。而运用第三种方法，英国可以通过对黄金的操纵，从黄金的国际价格波动中获取套利。

但如果世界黄金供应量与经济发展速度之间出现太大的差距，例如黄金供应量不能跟上经济发展的速度，英国为了维持英镑世界货币的地位，将不得不使英镑的发行速度与世界经济增长速度保持相对稳定，以完成世界货币的职能。这就必然导致英镑的发行速度远远超过黄金的增长速度，从而不断降低英镑的黄金准备比率，最后英镑相对于黄金贬值。如果英国试图维持英镑与黄金的固定比价，必然导致自己的黄金被回流的英镑置换，造成黄金大量流失。

英镑的这种地位与第二次世界大战后美元的世界货币地位是一样的。[1]

自此，以金本位为基础的世界货币体系——英镑体系建立起来了。凭借着贸易和套购获得的巨额黄金，凭借着世界货币的铸币税特权，凭借着世界央行的货币调控特权，英国成为统霸全球的“日不落帝国”。

1897 年英国金币

这一切，都是英国率先发现银本位制度的不足，并果断地不惜冒天下之大不韪予以抛弃，确立有利于自己的金本位制度而取得的成就。如果英国故步自封，不敢为天下先，没有自己开创新天地的勇气，也许到今天，它仍然是被孤立在几个小岛上的小国而已。

白银生来不是货币，黄金也不是。货币生来不是黄金，也不是白银。实力、智慧和权力，才是货币背后的推动力量。货币的历史，是人类战争历史的浓缩。

[1] 本书第 5 部分第 6 章

第4章　一战英国再废金本位

在符合英国国家利益的时候，黄金被英国选为本位货币；当它不符合英国国家利益时，英国就会果断地否决其货币地位。

大约在1870年以后，美国的实际收入和生产率已经超过了西欧，之后欧洲与美国的差距开始拉大。到20世纪中期，欧洲的人均产量大约只有美国的一半。直到现在，美国和欧洲的劳动生产率差距仍然有大约20%。根据斯坦福大学的Moses Abramovitz和Paul David等人的研究，美国在19世纪末的经济崛起主要是因为其领土的扩张、人口的快速增长和收入增长、广阔的国土蕴藏着大量的能源和矿产品以及科技水平的提高。由于相对于利息水平而言，美国的工资水平较高，因而促进了人力资源质量的发展，反过来又极大地提高了科技水平。到1913年，美国已经形成了统一的国内市场。由于交通运输的改善、语言的统一、收入分配相对平均以及内战之后形成的统一的货币体系，美国的国内市场得以迅速整合，并相当于英国、法国和德国的总和。

第一次世界大战爆发后，参战各国的巨额战争支出和生产停滞，使得巨额黄金流入美国。战争结束后，美国已经拥有了世界上1/3的黄金。在此情况下，各参战国不得不实行黄金禁运和停止纸币兑换黄金，国际金本位制实际上已经解体。

战后的1922年，在意大利召开的世界货币会议决定采用“节约黄金”的原则。除美国实行金本位制外，英国、法国实行金块本位制，其他国家多实行金汇兑本位制。

金块本位制的特点是：国内不流通金币，只发行代表一定重量黄金的银行券，银行券只能有限制地兑换金块。而金汇兑本位制又称“虚金本位制”，其主要特点是：银行券在国内不能兑换黄金和金币，只能兑换外汇。该国货币一般与另一个实行金本位制或金块本位制国家的货币保持固定的比价，并在后者

存放外汇或黄金作为平准基金，从而间接实行了金本位制。

无论金块本位还是金汇兑本位，其目的都只有一个：国家为了保护有限的黄金资源，不愿意对黄金实行自由兑换。只有在国家必须使用黄金支付的场合(即满足限制条件的场合)，才愿意按照既定比价支付黄金。

即使如此，金块本位和金汇兑本位都不过是黄金缺乏下的权宜之计，并不能从根本上解决问题。尤其是当黄金的供应量不能适应世界经济发展时，任何权宜之计最终都无法长久。

但对英国来说，在某种意义上它被逼进了死胡同。战后的英国由于部分殖民地市场丧失，各国购买力锐减，加之美日商品竞争的影响，国外市场日益缩减，其工商业呈现出衰退景象，世界霸主地位开始动摇。为了维护英镑的权威地位，英国于战后的1925年又恢复了一度停止了的金本位制度。

不过现在的英国所面对的是一个黄金大量为美国等少数国家所控制的战后经济。本来，相对于战后高速发展的世界经济，黄金供应总量已经无法满足需要。但事实上，由于需要一段经济恢复时间，因此世界黄金总量并不缺乏。在传统的金本位制度下，美国拥有巨量的黄金，将导致美国物价膨胀，形成贸易逆差，从而让黄金流出美国，弥补世界黄金的不足。但美联储采用了新的黄金控制策略，即政府大量发行国债，并提高贴现率，紧缩通货，吸收黄金，从而将黄金置于政府手中。1934年美国采用了有限的金本位制，尽管美元和黄金仍然有官定的比价(35美元一盎司黄金)，但是美国财政部仅仅按照这一比率和中央银行交易，私人交易者已经无法直接兑换黄金。这样，巨额黄金被美国冻结了。一个战后萎缩的世界经济，反而出现了世界性的黄金缺乏。

在黄金大量为美国等少数国家控制的情况下，英国恢复金本位，注定是一场不自量力的闹剧。因为游戏规则已经被美国改变了。

1923年，凯恩斯首先觉察到了美国这一做法的意义。在其著作《货币改革论》中，他说："从那一天起，黄金被一些仍然空口好话的最后一个国家废止了其货币作用。美元本位就是在这个金犊的基础上建立起来的。在过去两年中，美国装出维护金本位的样子，实际上它建立了美元本位。它不但没有保证美元值适应黄金值，相反，它准备不惜付出巨大代价使黄金值适应美元值。这

就是一个富国把新计谋与旧的损人利己方法结合的手段。它享有哈佛经济学试验室设计的最新科学进步，而同时却让国会去相信决不允许轻率地背弃已由邓吉、达赖厄斯、康斯坦丁、利夫普尔爵士以及参议院奥尔德里奇等人的智慧和经验使之神圣化的硬通货。”

哈罗德评价道：“现在形势完全变了，因为黄金已经为美国大量吸收，堪称金本位的独立实体已经不复存在，金本位简直就是美元本位，同时，美元已经是一种管理通货，联邦储备银行认为根据黄金进出与基金对负债之比赖以制约其贴现政策的理论已经寿终正寝了。”❶

此时英国还是世界的霸主，如果它断然决定废除金本位制，建立第二次世界大战后凯恩斯提出的世界信用货币的话，未必没有成功的可能。但是英国企图重新建立金本位制，在建立金本位制失败后，又仅仅宣布废除金本位制，这使得它最终失去了在世界货币金融体系中的主导权。

美国 1929 年发生的经济危机，其原因是多方面的。其中，投资与消费比例的失调和黄金紧缩政策是主要原因。从 1920～1929 年，美国工人每小时的工资只提高了 2%，而生产率却猛增了 55%。与此同时，由于美国的紧缩黄金政策，使得世界性购买力不足，美国出口因而受到压制。这样，内需外需双重不足，必然导致供需最终失去平衡而发生危机，出现供大于求的萧条。巨量的黄金一方面为政府所持有，另一方面却由于缺乏投资机会而成为游离资本脱离于实体经济之外。而世界实体经济则出现了结构性黄金紧缺。

之所以说结构性紧缺，是因为此时世界性黄金总量并不匮乏。相反，在世界通货紧缩的时候，黄金的产量却在大增。1932 年，世界黄金产量达 200 万吨，这个数量几乎是自古到 19 世纪中叶累积的全部货币性黄金的一半。1938 年，世界黄金产量又比 1932 年高出了 50%。各国中央银行的黄金储备在 1929 年有 4000 万吨，10 年后激增至 6000 万吨，总值从 100 亿美元升至 250 亿美元。1939 年，世界上的货币储备所保存的黄金已经多到即使所有的货币全都用金币流通也不成问题。这在历史上极为罕见。

---

❶ R.F.哈罗德：《凯恩斯传》，商务印书馆 1995 年版，P372

而从1934～1939年，输入美国的黄金总量高达96亿美元，其中20%来自法国。到第二次世界大战爆发时，全世界约有200亿美元的黄金或60%的货币性黄金在美国，而这个数字在1913年是23%，1929是38%。这些储备黄金的总量达1.5万吨以上，相当于那个时期全世界12年的黄金产量。这个时期，美国的金库也像当年的亚洲一样，是“黄金的墓地”，并没有往外流出黄金。而且，美国准备无限量地以35美元一盎司黄金的固定价格收购黄金，也是世界上独一无二的国家。对此，伯恩斯坦抒情地概括道：“美元与黄金的关系就像天空一颗不动的星，其他所有的星星都不由自主地被它吸引。”

因此，黄金的结构性紧缺表现为两个方面：一个是黄金在国家之间分配不均导致的资金紧缺，一个是黄金在美国内部的投资和消费之间分配失衡导致的资金紧缺。

这样，在世界黄金总量迅速增长的情况下，出现了世界性的黄金紧缺。

英国、德国等国家成了摆上祭坛的牺牲品。

1929～1933年世界经济危机期间，由于货币受到金本位制的制约，不能满足人们的劳动的需要，资本主义货币信用领域的危机与混乱日趋严重，世界工业生产比危机前缩减了44%，国际贸易衰落了近2／3。危机期间英国国际收支状况急剧恶化，而各国却纷纷向英国兑换黄金，给英国的金本位制敲响了丧钟。在国际收支逆差加重尤其是国际性收缩的总背景下，许多大银行接连破产，导致了金本位制的全线崩溃。到1931年6月，德国流失黄金14亿马克，黄金储备率由60%下降为48%，黄金储备量由5.28亿美元减少到2.34亿美元，减少了55.7%(第一次世界大战后德国并没有直接付出多少经济代价，相反，1924年9月～1931年7月，德国共支付赔款110亿金马克，约合27亿美元，而同期德国从美、英等国得到的贷款约为210亿金马克，约合50亿美元。当然，德国背上了沉重的债务负担)。英国黄金储备由7.18亿美元减少到5.88亿美元，减少了18.1%。1931年7月，德国宣布停止偿付赔款、外债，严格管制外汇，禁止黄金交易和黄金输出，使金本位制解体；9月，英国政府宣布停止黄金兑现，禁止黄金出口，放弃金本位制。

1年后，在47个采用金本位制的国家当中，只有美国、法国、瑞士、荷兰

以及比利时仍采用金本位制。6年后，已没有一个国家允许人民将货币或存款兑换成黄金。

在1929年开始的10年通缩环境下，每种货币都对黄金贬值了，就像黄金从每盎司20.67美元升至35美元一样。另一方面，所有国家的商品与劳务价格都大幅下降，20世纪30年代中期，每盎司黄金可以买到的商品与劳务是1929年的两倍。

尽管美国经济已经赶上并超过了英国，在第二次世纪大战之前，美元却始终没有取代英镑的地位。英镑仍然作为国际货币和储备货币，尽管其地位有所衰落，而美元在国际货币体系中的地位仍然和其经济实力存在较大的反差。美国还需要足够的时间，来树立美元的绝对霸权。但是美国已经开始积极地试图主导世界金融体系了。美元取代英镑成为世界货币，仅仅是一个时间的早迟而已。

这样，第一次世界大战后，世界进入了多极化。黄金结构性失衡导致的稀缺，使得它似乎失去了往日的荣耀。主权信用货币体系开始浮出水面。

拥有大量黄金的美国在静静地等待着：只要黄金总量还能适应世界经济的发展，则拥有黄金的庄家就可以通过吞吐黄金来重新实行金本位制或者摧毁金本位制。

英国、德国等国家也在观望着：如果他们能浑水摸鱼，因为经济发展等原因获得美国手里的巨量黄金，那么他们也能重现黄金时代的辉煌。

凯恩斯在1930年开始放话："黄金今后再也不会从一个人的手中转到另一个人的手中，人们那渴望触摸黄金的手已经被夺走了触摸它的机会。这很讨人喜爱的家庭守护神以前居住在钱包、长袜、罐盒里，如今在各个国家都被一个大金像给吞并了，它住在地下，人们看不到。黄金现在是看不见了——它又回到地下。但是，当我们再也看不到那穿着金黄华服的神在尘世上行走时，我们便开始将它理性化，就在不久之前，我们对它什么感觉也没有了。"

凯恩斯指望美国人听到吗？就像当初欧洲人进入美洲，告诉美洲土著黄金最不值钱一样？可惜美国人本身也是欧洲人，不是美洲土著，美国人太熟悉欧洲人这一套了。

世界性的黄金供应，世界性的黄金结构，世界性的实力对比。世界因此在金本位制度面前游移。

金本位制度本身并不重要。重要的是谁、何时、采取什么方式，废除或者恢复金本位制度，获得什么利益。如果有利可图，则频繁地恢复和废除金本位制，也在所不惜。

翻手为云，覆手雨，纷纷轻薄何可数。

第5章　笑里藏刀：英美金本位与世界央行之争

英国还没有获得喘息机会，其种下的苦果就成熟了。说起来这是一个大大的国际玩笑。1924 年 9 月 ~ 1931 年 7 月，德国共支付赔款 110 亿金马克（约合 27 亿美元），而同期德国从美、英等国得到的贷款却高达 210 亿金马克（约合 50 亿美元）。这意味着战败的德国在短期之内受到了极大的扶持，迅速强大起来。而英、法等国却梦想着等德国强大起来之后有能力支付战争赔款，向他们纳贡称臣。结果，当德国强大起来后，其所做的第一件事情不是归还欠款和支付赔款，而是发动战争。这就是第二次世界大战。

第二次世界大战结束了战国时代，进入美国垄断的寡头时代。美国拥有了世界上 2/3 以上的黄金，英国的历史在美国重演了。[1] 一场因为拥有巨量黄金而实行金本位制，并在金本位面纱下实现英镑本位的闹剧，现在其主角换成了美国。

基于同样的问题：在黄金总量或者结构量不能适应经济发展需要的时候，美国是否会重走英国的老路，最后不得不废除金本位制度呢？

答案是肯定的。摆在美国面前的，不是要不要金本位，而是什么时候要金本位，什么时候不要金本位，以及如何安排金本位的后事。

英国非常清楚美国拥有巨量黄金的后果。美国将把英国对付世界的一招用来对付英国等国家。英国决定把美国拥有的黄金变成钢铁一样的东西——只用来打造如首饰一样的玩意儿，而不再执行货币职能。

英国决定不惜一切代价废除金本位制，以防止美元成为世界货币。

而作为英国的后代，美国对老祖宗的技艺掌握得炉火纯青。当然是不惜一

[1] 本书第 5 部分第 3 章

切代价建立金本位制，进而建立金本位之上的美元世界货币。

英国有凯恩斯这样重量级的经济学家。就像今天的诺贝尔经济学奖获得者们来中国游说一样，凯恩斯开始以学者的身份，从学理上游说美国人放弃黄金。他说："黄金今后再也不会从一个人的手中转到另一个人的手中，人们那渴望触摸黄金的手已经被夺走了触摸它的机会。这很讨人喜爱的家庭守护神以前居住在钱包、长袜、罐盒里，如今在各个国家都被一个大金像给吞并了，它住在地下，人们看不到。黄金现在是看不见了——它又回到地下。但是，当我们再也看不到那穿着金黄华服的神在尘世上行走时，我们便开始将它理性化，就在不久之前，我们对它什么感觉也没有了"。

黄金作为货币显然不是一个好的选择。凯恩斯的口才很好，他试图煽动美国人。黄金的供应取决于天，而不是取决于经济的发展。当自然供应的增长不能适应经济发展的时候，黄金就会过多或者过少，从而导致经济的极不稳定。英国吞下过的苦果，美国最终也无法避免。当然，凯恩斯闭口不提英国因此而获得的巨额收益。凯恩斯还试图让美国人相信，如果美国人非要英国人归还战争欠款的话，这对美国人是不利的，因为这相当于英国以极低的价格向美国倾销，最后将扼杀美国的相关产业，而扶持英国的相关产业。如果英国这样的国家缺少黄金的话，那么美国的产品也销售不出去，因此美国的出口将受到抑制，出现经济萎缩。

这样的话语，中国人应该并不陌生。不过很多中国人相信了这一套，而美国人并没有傻到相信这一套。

凯恩斯向美国人推销一套新的世界货币方案。这套方案在英国掌握巨量黄金的时候从来没有被提起过。但是当英国失去巨量黄金而美国拥有巨量黄金的时候，凯恩斯把它贴上了最新学术成就的标签，试图说服美国人。

美国人的谈判代表怀特最初是个记者，他是凯恩斯狂热的崇拜者。不过这并不妨碍他在凯恩斯面前保持清醒的头脑。大约这就像巴顿战胜了隆美尔后大骂"你这个聪明的笨蛋，我看了你写的书"一样。

凯恩斯提出一套世界信用货币方案。这是一套完全模仿中国主权信用货币的体系，即凯恩斯提出的清算同盟。

清算同盟，其基本原理是完全按照国内央行的架构建立国际央行。即国际央行统一发行世界货币，凯恩斯把这世界货币叫做 Bancor。各国央行以本国拥有的 Bancor 为本位，再发行本国货币，保证本国货币与 Bancor 之间的币值维持确定比例。各国之间以 Bancor 结算。

换句话说，就是两级央行制度：最高一级是国际央行；次级为各国央行。

国际央行的 Bancor 以黄金定值，但是国际央行有权调整其价值。

Bancor 的发行有两种方式。一种是根据经济的增长增加各国的 Bancor 数量，这就好比国内央行一样。各国 Bancor 的最初分配份额以第二次世界大战前三年的进出口贸易平均值计算，但是会员国并不需要缴纳黄金或外汇。以后则以国际央行的利润增加准备金或者分配给各国（按照各国在国际央行中的份额分配）。同样，国际央行经过所属兑付国中央银行同意后，有自由裁决权进行公开市场业务。

另一种是通过信贷扩张。逆差国可按份额向“同盟”借款，顺差国则应将顺差款项存入“同盟”账户或购买逆差国的商品。

像国内央行一样，国际央行将回收黄金。各国可以用黄金换取 Bancor，但不得以 Bancor 换取黄金。

凯恩斯为了解决债权国过分顺差的问题，提出如果其储蓄超过一定水平，储蓄国要向“同盟”支付利息，以促使债权国和债务国积极配合处理过分顺差或者过分逆差。

如果债务国最后连信贷额度都用完，则不用说，只有采取贸易管制或者货币贬值了。因此哈罗德向凯恩斯指出，“从长远看，清算同盟并没有为恢复平衡提供自动机制；如果所有债务国都用尽了它们的定额，则债权国将达到巨大的余额，这样我们就又回到原来的地方了。”❶

从学理上来说，凯恩斯清算同盟解决了黄金实物货币供应不能适应经济增长需要的问题。Bancor 本身是国际央行发行的信用货币，可以由国际央行根据世界经济发展的情况调节。因此，它是一套信用货币体系。因此无疑是一套超

❶ R.F.哈罗德：《凯恩斯传》，商务印书馆 1995 年版，P573

越贵金属本位的货币制度。不过对于美国来说，这只不过是一把杀人不见血的刀子而已。

凯恩斯清算同盟对于美国意味着什么呢?

首先，它将废除美国所持有黄金的地位。如果凯恩斯方案实现，则美国持有的黄金就跟一般商品例如煤炭钢铁之类的没有任何区别，不再具有国际货币功能。由此美国就失去了在国际金融体系中的主导地位。

其次，以战前三年的进出口贸易平均值计算，但并不需要缴纳黄金或外汇来分配各国的 Bancor，这意味着战后负债累累的英国还能以战前的经济地位凭空获得巨大份额和一笔巨额资金。英国可占“Bancor”份额的 16%，整个英联邦可占 35%。当然，这也是信用货币体系才能凭空创造的财富奇迹。不过这个财富的创造是以其他国家的财富损失为代价的。

最后，清算同盟的透支功能，在当时的情况下就是向美国透支。这意味着美国将付出巨额物质财富，然后收到一大堆 Bancor，但这些 Bancor 却向战后一穷二白的国家买不到什么，而且美国还将因此承担调整巨大顺差的义务。而且 Bancor 只是信用货币，虽然国际央行力图维持其价值，但却难保不会出现贬值。

凯恩斯清算同盟的建议不露声色地不但试图摧毁美国所持有的黄金，还试图让英国凭空获得巨额的世界货币之铸币税，并且让美国在战后承担物资援助之义务和世界信用货币贬值之风险。美国将以什么方案来应对呢?

无论凯恩斯方案在学术上理由多么充足，它损害了美国利益，就绝不可能被美国接受。美国宁愿选择那种原始的不稳定的实物货币体系——金本位制度，只要它能给美国带来利益。

这就是国际货币基金组织。

从 20 世纪 30 年代中期开始，美国对外货币政策主要由财政部长摩根索及其顾问亨利·怀特主持。美国战后的货币计划直接出自怀特之手。

美国当然否决了凯恩斯方案，提出怀特计划。1944 年，在怀特计划的基础上，布雷顿森林会议确定的方案否决了世界货币。

新建立的国际货币基金组织仅仅具有存贷款功能，以用于向处于临时性国

际收支赤字的国家提供短期贷款，即用于纠正暂时性不平衡。

基金要求各国认缴实际资金，包括黄金、各国本国货币与政府有价证券，而不是像凯恩斯那样无中生有地创造出一种国际货币。该组织按照认缴资金数额确定投票权。

各国货币按黄金定值，汇率固定，只有在“纠正根本性不平衡”而且只有在成员国投票权的4／5赞成时才能改变汇率，在基金组织规定的狭小范围即10%内的变动除外。

基金组织成员国在一定期限以后，放弃贸易歧视和外汇管制。

对于美国来说，在怀特计划基础上发展的国际货币基金组织意味着：

首先，以现金认缴基金份额，就使得美国战后占世界2／3的巨量黄金储备具有绝对优势，而英国等其他战后国家则因为负债累累而受到打压。

其次，否决世界信用货币，则黄金仍然为世界货币，拥有巨量黄金的美国可以凭此发行美元，建立金汇兑本位的美元世界货币。

再次，以认缴资金为有限责任，从而使得美国不需要像凯恩斯方案那样几乎是无限制地向战后国家提供资金。

然后，由于各国黄金认缴到基金组织，美国如果在今后获得巨量顺差，可以直接向基金兑换成黄金，使得黄金进一步向美国集中（这使得凯恩斯怒吼：“你们美国人把世界各债务国的黄金搜刮得一干二净还不满足，现在又发明了一套目的在于将所有债权国的黄金也吸收得一干二净的方案。”）。

最后，凯恩斯等所谓的关于稀缺货币条款之胜利（即如果某国债权过大，其货币在国际市场上的供给就严重不足，稀缺货币条款允许其他国家对此国进行贸易管制或者要求此国货币升值）对于美国来说实在算不了什么。因为连凯恩斯方案都不能提出在过分逆差情况下如何消除贸易管制和汇率变动的办法，估计美国也压根儿没有指望过一个存贷机构能避免此问题。

布雷顿森林体系确立了美元在国际货币体系中的霸权地位。摩根索公开声称，作为财政部长，他的主要目标是“使世界金融中心从伦敦与华尔街转到美国财政部”。怀特在提出第一份计划草案时就强调，“美国应拥有足以阻碍任何决定、即拥有20%以上的投票权”。

第6章 易反易覆：美国再废金本位

美国比英国要幸运。第二次世界大战之后世界格局相对稳定，也没有其他国家构成像当初美国对英国一样的威胁。黄金的挤兑在最开始的几年没有发生。

布雷顿森林体系中美元作为世界货币地位的确立，为美国带来巨额铸币税。美国只需要源源不断地用纸印刷出美元，就可以交换别国的实物财富。由于世界经济的增长，各国需要的美元储备以及美元交易也在增长，所以美元源源不断地流出，实物财富源源不断的流入美国。

虽然美元面值与黄金维持固定比例，但与银行通过货币乘数扩充基础货币的原理一样，只要其他国家不挤兑美元，美元的发行数量就可以远远超出其实际拥有的黄金。

如果美元不是世界货币的话，美元流出之后，别国很快就会用美元返回购买美国的实物财富，从而达到贸易平衡。这样，美国就收取不到任何铸币税。

历史总是重复的。今天的美国就是昨天的英国，正如今天的美元，就是昨天的英镑。

历史虽然总是回旋和波动，但却是螺旋式前进和波浪式上升的。美国毕竟不是昨天的英国。

在战后长期的和平环境中，黄金增长有限，而世界经济发展速度更快。这就要求有超过黄金增长速度的世界货币，而美元作为世界货币自然超过了黄金的增长。因此必定导致黄金相对于美元的升值。换句话说，就是美元相对黄金贬值。由此人们纷纷用美元换取黄金，导致美国黄金储备流失。

更不要说美国自恃美元为世界货币而滥发美元，使得美元不但相对黄金贬值，相对其他国家的货币也在贬值。

美国自然早就清楚这个技术缺陷，事实上凯恩斯在介绍清算同盟的时候已经给他们讲清楚了。但是利用缺陷狙击国际金融，可以使得美国获取暴利。美

国决策集团于1956年讨论了R.特里芬关于美元作为世界货币的快速增长，必然导致其与黄金比值的变化，否则就将出现黄金流失的问题，并由此提出应当设定美元以外的准世界货币(事实上接近于凯恩斯的清算同盟思想)。但是美国下定决心在危机发生之前对此惘然不顾。因为一旦危机发生，美国可以在假装黄金部分流失之后，向世界宣布自己受到了挤兑损失，下令停止美元与黄金的兑换。由此美国将完全获得金融体系缺陷带来的最大收益。

人们告诉特里芬，说他的建议“提早了几年”，并断言：“在人们被一场现实危机所震撼而采取行动之前，你将枉费心机。”[1] 因为新世界货币的出现将威胁美元的地位，使得美国“丧失无偿资本输入。过去10年，这些无偿资本输入使我们能承受较之舍此我们所能支持的更为繁重的对外贷款与援助方案的负担……”[2]

正如人们所预料的，危机终于到来了。20世纪60年代中期出现了抛售美元抢购黄金的空前风潮。

但是美国并没有立刻宣布放弃黄金与美元的比价。因为那样的话，它在新世界货币的创建中就缺少了话语权。

应美国的邀请，七国黄金总库的中央银行总裁于1968年3月16日、17日举行紧急磋商，会后发表公报，宣布各国央行之间的官方黄金交易维持原定平价，七国不再以黄金供应伦敦市场或其他黄金市场，亦无须再由市场购买黄金，自由黄金市场的价格由供需状况决定。这就是黄金双价制。

由于各国央行黄金官方交易仍保持原价，而随着经济的发展，央行储备也必定会增长，因此黄金双价制只能解燃眉之急。

由此，美国控制的国际货币基金组织于1970年创建了各国央行之间结算的准世界信用货币——特别提款权，以补充现有储备资产增长的需求。

国际货币基金组织会徽

[1] R.Triff,op.cit,P14

[2] 《Ibid》, P10

第7章 戴镣铐的准世界货币：特别提款权

特别提款权按照各国在基金组织中的份额分配。

但是，在美国仍然表示要维持黄金官价的情况下，特别提款权就纯粹是为了解决各国央行储备而提出的。因此，特别提款权可以换取基金组织所指定的国家的货币，或者在某个国家同意的情况下换取其货币，以补充自己的储备。但“其目的应是为了国际收支方面的需要，或由于其货币储备地位的需要或货币储备变化。不能使用特别提款权来有意识地改变货币储备的构成。”❶ 更不能兑换黄金，不能直接作为国际支付手段用于贸易或非贸易支付。这就是本书将特别提款权定义为“准世界货币”的原因。

这样，美国就通过创立功能极有限，但是基本能应付各国储备增长的特别提款权，消除了对美元的威胁。很显然，如此一个功能极差的特别提款权，也只能在各国之间调动货币来调整一下储备。而国际贸易的世界支付手段，仍然要由美元来实现。

美国在特别提款权创立以后，遂于1973年宣布完全停止美元与黄金的按比例兑换，各国货币对美元的关系遂由固定汇率制转为浮动汇率制。布雷顿森林体系解体。美元替代黄金，完全成为世界支付货币。

从凯恩斯开始提出的国际央行（清算同盟）设想被美国巧妙利用，躲过了英镑的宿命，成为维护美元地位的工具。

美元成为世界货币之后，美国对世界金融的操纵就成为必然。

第一次世界大战前的美元汇率相对稳定。大战开始时较小幅度上升，随后稳定。战后初期较大幅度上升，20世纪20年代中期后回复稳定。

---

❶《国际货币基金组织法》第19条

布雷顿森林体系建立之后的前期，即1945～1959年，美元汇率趋于上升。这是由于当时美元作为世界货币，刚刚开始供应诸国，成为稀缺币种；同时美元要摧毁英镑、法郎、日元等的世界货币地位。这次变动，使美元的国际声誉和地位上升到历史最高峰。

在美元汇率的不断上升中，美元从非储备货币逐步成长为次要的储备货币（20世纪20年代），再到主要储备货币之一（20世纪30年代），最后成为唯一的主要储备货币即中心货币（第二次世界大战之后）。

布雷顿森林体系后期，美元进入长期的贬值阶段。

这是由于美元夺得唯一的主要储备货币地位之后，政府开始有计划的增发美元，掠夺世界实物财富。在这个过程中，美元虽然有短期的上涨，但那不过跟股市的庄家托市下套一样罢了。美元的整体趋势一直是贬值。

美元汇率先后于1960年、1971～1973年下降。实行浮动汇率以后，美元汇率发生了更大的变动。主要分为三个阶段：

1973～1979年美元的贬值；1980～1985年美元的升值；1985至今美元的贬值。

1980～1985年美元的升值，主要是由于美元发行过多，国内出现了严重通货膨胀，美国采取货币紧缩政策所导致的。当时美国的国内利率高达21.5%。其他国家都比美国要低得多，由此出现了《国计学》所说的次稳态汇率偏移。随后日本、西欧也跟着提高利率，以减轻国内资本向美国的流入。到1985年9月五国财长和中央银行行长会议决定联合干预美元，使得次稳态偏移的预期崩溃，美元出现了暴跌。

由于这个阶段的升值是美国通货膨胀压力下高利率导致的次稳态汇率偏移，其实际上是国外资金继续不断涌入美国而出现的通货紧缩下潜在的通货膨胀威胁和汇率贬值预期下的国际投机套利。因此这是美国的一场经济危机，跟当前的东南亚经济危机没有太大区别。所以其升值恰好是由于贬值因素所造成的。

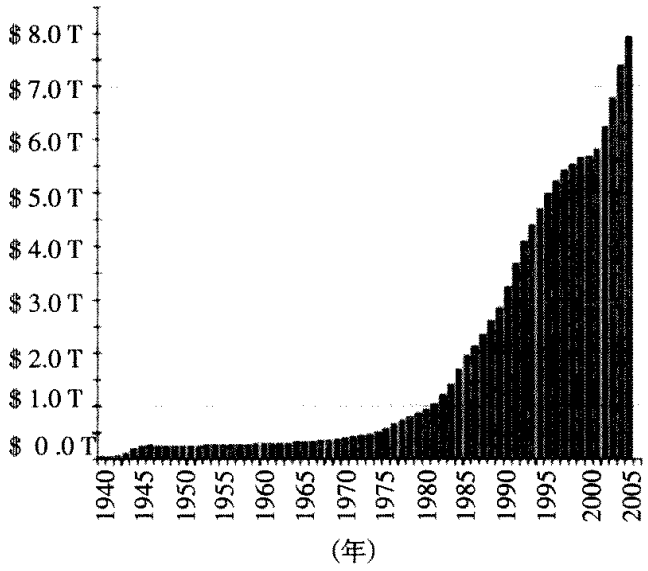
1985～1988年，美元汇率继续下跌。一直到克林顿时期，美国经济强劲增长，高投资回报使得美元升值。

随后的小布什时期，美元重新下跌。

美元下跌常见的一个现象是美国官方放手任其下跌，然后恢复一段时间的稳定，之后又贬值。当然，在剧烈贬值时，如果美国通过金融狙击收回在外的美元债务，那美元甚至可以采取一定的升值措施。❶

在美元下跌的过程中，巨额的美国外债贬值，美国从中向世界收取了巨量铸币税。所以当美国诉苦说其国内经济不景气，市场要求美元贬值的时候，要记住美国至今比哪个国家都发展得好，而其他国家却在相对美元升值。

同时也要记住，不单国家外汇买卖可以干预汇率；改变利率、改变财政支出一样可以干预汇率。

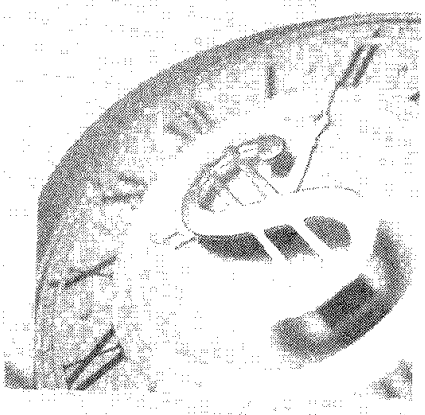


美国历年国债增长

❶ 此原理见本书第 7 部分第 1 章

第六部分

改变历史的货币战争之二
现代货币战争



导读：

在美日之战、美欧之战、拉美之战、美亚之战这些金融战争中，每次战争的对象都不同，有盟友，有盟友加未来霸主挑战者，有俘虏为后院者，有敌对者。每次战争采取的方法也不同，有欺骗方法，有强力逼迫方法，有利用金融体系缺陷而攻克的，有打入第五纵队再内外夹击的，有利用对方经济危机的，有让对方投鼠忌器的……针对不同的对手应对方式也不同，但无论哪种方式，结果都是一样的——有成功者和失败者。美日之战中当时的日本和美国经济状况跟今天我国的经济状况很相似，日本为什么失败了，而美国却是成功者？这意味着今天的中国机会和危机并存，关键看各种措施如何运用。

第十章

第1章　美日之战：广场协议

第1节　诱敌深入：日美布子

前面讲的是国际金融体系大格局的变化。自第二次世界大战布雷顿森林体系垮掉之后，国际金融体系虽然没有发生大的改变，但是各种力量利用此体系进行的货币金融战争却如火如荼地继续着。

流行在美国以外的美元，就是美国的债务。当这些美元游离在世界其他地方的时候，它们不会对美国本土经济造成直接威胁。但是美元越来越多的发行必然导致其最终倒流。世界美元向美国的回流将导致两个后果，一个是美国将不得不支付相应的实物财富，另一个是巨量美元流回美国将导致美国通货膨胀。美国必须要处理因以前美元发行过多带来的问题。为此，美国使用金融手段，将发行在外的美元“关门打狗”。

首先，美国要以低廉的成本收回发行在世界上的美元，最好就是放出美元贬值的风声，使得外国投资者贸然低价抛出美元。

1977年，美国卡特政府的财政部长布鲁梅萨(Michael Blumeuthal)以日本和前联邦德国的贸易顺差为理由，对外汇市场进行口头干预，希望通过美元贬值的措施来刺激美国的出口，减少美国的贸易逆差。他的讲话导致投资者疯狂抛售美元，美元对主要工业国家的货币急剧贬值。1977年初，美元对日元的汇率为1美元兑290日元，1978年秋季最低跌到170日元，跌幅达到41.38%。

货币的贬值有很多方法。如果美国政府是主动增加美元的投放而导致美元贬值，则这种贬值未必能回收美元，因为美国自己也增加了美元投放。但是如果美国政府仅仅是做出美元贬值的口头表示，市场上的投资者就竞相低价抛出美元，则无疑是给了美国以低成本回收美元的机会。所以，同样是贬值，操作

手段不同，贬值的后果就截然相反。

但这还远远不够。

正好这时，1979～1980年，世界第二次石油危机爆发。第二次石油危机导致美国能源价格大幅上升。美元的贬值也导致美元大量回流进美国。几种因素相加，美国消费物价指数随之高攀，美国出现严重的通货膨胀，通货膨胀率超过两位数。例如，在1980年初把钱存到银行里去，到年末的实际收益率是负的12.4%。

本来，这次通货膨胀是美国的一场经济危机。但是，美国以此为诱饵，演了一场将计就计的拿手好戏。一场血腥的歼灭战就要上演，被歼灭的一方是日本。

在20世纪60年代末期，日本已成为主要的出口大国。此时日本已经从第二次世界大战失败的阴影中恢复过来，再次成为工业强国。这个国家的贸易盈余节节上涨。在1968～1978年间，日本的国际储备暴涨了146%。国际储备的增长必然导致基础货币的供给相应增长，并通过货币乘数形成货币总量的成倍扩张。同时期，日本的总货币供给增加了356%。

巨量的外汇进入日本，通过充当银行准备金或者兑换成日元，形成对日本的货币供给。如果外汇的作用仅仅是补充本国货币不足的话，那完全是没有必要的，因为对本国货币的补给，在主权信用货币体系下，只需要日本央行开动印钞机器印刷钞票来购买日本国债放出钞票就可以了。更何况巨量的外汇还给日本造成了通货膨胀。到了20世纪80年代末期，日本国内的土地价格已经升至前所未有的高度。东京的“帝国花园”价值已经超过整个加利福尼亚州。资产价格也在快速膨胀。资产价格膨胀加速了信用扩张，反过来又加速了资产价格膨胀。

日本为解决外汇储备空闲并导致本国物价膨胀的问题，采取了鼓励资本输出的政策，将大量的外汇收入通过金融账户转回美国投资，从而缩减外汇对日本的货币供应，同时使得美元外汇完成资本投资的职能。

日本和美国同样都在经历通货膨胀，不过两者的病根正好相反。美国是由于美元发行过多，经济成本增加，美元倒流而发生的通货膨胀，而日本是获得美元过多而发生的通货膨胀。日本的资本输出又进一步加大了美国的通

货膨胀。

美国的通货膨胀，给美国提高利率找到了借口。

1979年夏天，保罗·沃尔克(Paul A.Volcker)就任美国联邦储备委员会主席。为治理严重的通货膨胀，他连续三次提高官方利率，实施紧缩的货币政策。这一政策的结果是美国出现高达两位数的官方利率和20%的市场利率，短期实际利率(扣除通货膨胀后的实际收益率)从1954～1978年间平均接近零的水平，上升到1980～1984年间的3%～5%。

次稳态汇率偏移起了作用。利率的提高导致了汇率的提高。高利率吸引了大量的海外资金，尤其是日本资金流入美国，导致美元飙升，从1979年底到1984年底，美元汇率上涨了近60%，美元对主要工业国家的汇率超过了布雷顿森林体系瓦解前所达到的水平。美元大幅度升值导致美国的贸易逆差快速扩大，到1984年，美国的经常项目赤字达到创历史纪录的1000亿美元。

按照利率平价理论，高利率应当导致远期汇率下降。但是正如本书所说的，远期汇率下降，并不意味着远期期望汇率下降。

美元的升值，是在通货膨胀下的升值，本质上是贬值压力下的升值，这是其特点。也因为其升值是以贬值作为基础，所以其升值对日本等国家资金的吸引犹如一朵芳香扑鼻的捕蝇草，微微张开它的花瓶，等待日本等国家的资金进入瓶内。

美国利率的提升和汇率的上扬形成了对日资等国外资金的强大吸引力，大量资金进入美国国内。

一国货币进入另一国的原理，本书前面已经做了阐述。例如日元要进入美国，要将日元向美国兑换成美元，然后在美国国内使用。在这个过程中，日本人换得了美元，而美国人换得了日元。日本人换得的美元也进一步给美国造成了通货膨胀的压力。

第2节　沐猴而冠：负责任大国的诱饵

美国继续通货膨胀的压力给了美国干预经济的借口。但这还远远不够，美

国人需要扫除最后一道障碍：必须使得资金能够自由进出日本，以便进行金融围剿时，美国人赚取的资金能顺利撤出日本。

1983 年 11 月，里根向日本首相中曾根提出调整日元对美元的比价，实现日元的国际化。1984 年 2 月，在日元、美元特别委员会上，美国再次提出全面开放日本金融市场的要求：日元国际化，利率自由化，放宽外国金融资本进入日本市场的限制，扩大外资在日本金融市场的贸易自由，扩大日本金融和资本市场。中曾根此时急切希望日本获得政治大国地位，大国心理膨胀，回国后，对外界强调，“就太平洋两侧的整个地区和平与繁荣来说，日、美两国都负有世界性的责任。我们要以密切的合作关系相互协作”，这标志着所谓“中曾根主义”正式出台，其核心内容都是世界范围性的：第一，“为建立保障整个西方的安全体系进行合作”；第二，“为世界经济重新取得活力作出贡献”；第三，“为建立南北关系承担力所能及的义务”。

日本显然太热衷于扮演一个“负责任的大国”形象了。

第 3 节　声东击西：逆差障眼术

美国继续给日本打麻醉针。美国必须引诱日本将注意力放到进出口贸易顺差上来。

美国一再声称日元汇率过低，导致美国对日贸易大量逆差，并为此多次举行谈判。1985 年美国会提出《美日贸易决议案》和《紧急贸易及促进出口法案》，内容是：第一，要求根据 301 条款对日进行报复；第二，规定凡对美出口超过从美进口额 65%的国家，将对其进口产品一律征收 25%附加税。所有的迹象表明，美国的要求仅仅是为了缩小逆差。

其实，任何产品的国际价格都包含两个决定因素：一个因素是汇率；另一个因素是出口价格。在汇率过低的情况下，可以由出口价格的提高来得到国际平价。从这个意义上说，汇率过低永远都是相对的。理论上，任何汇率水平都可以由产品的出口价格变化来调整产品在他国的价格。著名的巴萨·萨缪尔森模型在研究两国间汇率相对购买力平价的偏离时，就假定可贸易部门的汇率绝

对满足一价定律。

实际上，美国绝对不是真的想缩小对日本的逆差。如果美国真的缩小对日本的逆差，则意味着美国将失去无偿获得日本实物财富的机会。而如果美国居然想反过来对日本形成顺差，那就相当于美国将把自己的实物财富无偿送给日本，那更是不可能的事情。

从之后的数据来看，日元升值后，日本对美国的贸易顺差也并未缩小。

那么，美国究竟想干什么呢?

最好的办法，就是让日本对美国的顺差继续扩大，同时将日本在贸易顺差中赚取的美元通过金融手段掠夺回美国。

美国国内通货剧烈膨胀，美国利率急剧爬升，美元急剧升值，美国国内经济的糟糕，给了美国干预经济的借口。师出有名。

美国的高利率政策吸引了大量日元进入美国人手里换取美元。鳖已入瓮。

美国把斗争焦点集中在进出口贸易顺差、逆差上，转移日本的注意力。明修栈道，暗度陈仓。

美国要求日本做一个“负责任的大国”，实现金融自由化，为美国套利资金顺利撤出日本扫平了最后一道障碍。

第4节　暗度陈仓：浮华背后

万事俱备，只欠东风。

1985年9月，美国财政部长詹姆斯·贝克、日本财长竹下登、前联邦德国财长杰哈特·斯托登伯(Gerhard Stoltenberg)、法国财长皮埃尔·贝格伯(Pierre Beregovoy)、英国财长尼格尔·劳森(Nigel Lawson)等五个发达工业国家的财政部长及五国中央银行行长在纽约广场饭店(Plaza Hotel)举行会议，达成五国政府联合干预外汇市场，使美元对主要货币有秩序地下调，以解决美国巨额的贸易赤字。这就是有名的“广场协议”(Plaza Accord)。

“广场协议”签订后，五国联合干预外汇市场，各国开始抛售美元，继而形成市场投资者的抛售狂潮，导致美元持续大幅度贬值。

1985年9月，美元对日元在1美元兑250日元上下波动，协议签订后，在不到3个月的时间里，快速下跌到200日元附近，跌幅20%。据说在广场会议上，当时的日本财长竹下登表示日本愿意协助美国采取入市干预的手段压低美元汇价，甚至说“贬值20%就行了”。

在这之后，以美国财政部长贝克为首的美国政府当局和以弗日德·伯格斯藤(Fred Bergsten，当时美国国际经济研究所所长)为代表的专家们不断地对美元进行口头干预，表示当时的美元汇率水平仍然偏高，还有下跌空间。在美国政府强硬态度的暗示下，美元对日元继续大幅度下跌。1986年底，1美元兑152日元，1987年，最低到达1美元兑120日元。在不到三年的时间里，美元对日元贬值达50%，也就是说，日元对美元升值一倍。

这是一座血肉磨房。

计算的公式很简单：假定日本资金进入美国时，200日元兑1美元。日元升值到1美元兑100日元时，美国人拿着最初兑换到的200日元向日本央行按新汇率兑现，将得到2美元。这样一转手之间，美国人净赚1倍的资金。

这比辛辛苦苦地去做贸易顺差省力多了。

日本金融市场的开放不但使得美国人赚取的资金顺利撤出日本，还使得美国投机者有能力使用金融衍生品加倍掠夺日本财富。具体操作如下：

在判定日元将升值的情况下，美国投机者在市场上向日方以当前市场价格大量购买日元期权或者期货。例如，在当前汇率为200日元兑1美元的时候，美国投机者和日方在期权协议中约定，未来某段时期内以1美元对200日元的比价购买1亿美元的日元。当期权到期后，日元升值到100日元兑1美元，美国投机者执行期权协议，用1亿美元购买200亿日元，然后在市场上将200亿日元再按新汇率换成美元，将得到2亿美元。这样，美国投机者只需要动用很少的资金(因为这一切都可以使用金融品通过对冲来完成，除了交纳必要的保证金以外，并不需要有现金的实际转移)，就将净获得1亿美元的收益。

那么读者要问，日本人难道是傻子吗？为什么明知道日元要升值，还要和美国投机者签订这样的期权和期货协议呢？

在金融市场上，如果一方有能力左右市场，那么它将拥有市场变动的单方

面信息。因为市场的驱动主要由此方来主动完成，所以市场上的其他参与者不可能比驱动者更早得到市场变动信息。在日元对美元中，美国作为强势一方，主导着日元升值的进程，这使得美国投机者比日方更早地对日元的升值前景做出判断，由此获得套利机会。

日本巨额的资本输出，由于日元升值1倍而导致日元对应的美元财富减少了一半。

不过，日元是缓缓升值的，这种缓慢的升值让美国投机者使用期权期货等金融衍生品有了更大的用武之地。由于美国投机者研判日元并未升值到顶点，因此缓慢的升值加大了市场上对日元进一步升值的期望。这样，大量的美元等国外资金继续涌进日本，直接或间接兑换成日元。日元的缓慢升值，反而使之得到了极大的扩张。不过，这是一种通货紧缩下的浮华扩张。

广场协议后的10年内，日元汇率平均每年上升5.2%。换句话说，如果热钱在日本买入某一资产，比如股票、房地产、债券，即使这一资产本身没有赢利，但因为汇率的变化，国外投资者仍然能获得每年5.2%的收益。这10年内，国外热钱不断涌进日本，在浮动汇率制度下，又进一步刺激日元升值，变成了恶性循环。

而与此同时，日本的股市和房地产双双创出了令人咋舌的战后最高纪录。1989年底，日经平均股价上涨到38915.87日元的历史最高水平。当时日本流行这么一种说法，“工薪族投资家枕着股票睡觉过年，办公室小姐抱着股票海外旅行”。而日本的进口也不断创下新纪录。比如艺术品，1987年凡·高的名画《向日葵》被运到日本，《日本经济新闻》这样报道：“今年是高额绘画作品的进口高峰年。至8月为止，绘画的进口总额已创历史最高纪录，从欧美进口的绘画作品的平均单价达到538万日元，约为去年的3倍。”

1986～1989年间，东京市中心地价提高了2.7倍。如果将东京23个区的土地全部卖了，甚至可以买下整个美国。1988～1990年的3年间，大阪、名古屋的地价在住宅地皮公开价格上分别暴涨了2.2倍和1.6倍。

在太平盛世下，日本人忘记了该去审查一下有多少美国资金游弋在日本，以及他们掌控的日元，在越来越升值的情况下如果兑换成美元，日本将要用多

少美元来偿还，同时日元兑换成美元流出日本后，将导致日元如何剧烈的紧缩，由此又将导致一场多么可怕的信贷危机。

日本就像一个纨绔子弟，借着美国的印子钱买房置地，出手阔绰。

但并不是说日本就没有任何机会，相反，日本完全可以同样对美国展开屠龙之术。棋盘上，双方的机会都是公平的，只是看谁先犯错。

第5节 将计就计：日本反噬

但是美国并不仅仅满足于此。一张更大的血盆大嘴在等着日本。

一个国家的货币升值，并不能简单地判断这个国家的财富是增加了还是减少了。如果这个国家的货币升值，是本国没有采取货币紧缩的情况下由于对方国家不断扩张货币引起的，则这种升值将可能增加本国财富。但是，如果这个国家的货币升值是由于本国不断买进本国货币抛出它国货币而导致的，则将出现通货紧缩，国家的未来收入将减少。

假定日元升值是通过日本央行紧缩日元引起的。若一个日本人已经拥有1亿日元，则日元的升值将立刻增加他以美元计的财富。但是日元的紧缩将减少此日本人未来的收入，当然也降低其未来以美元计的财富。而日元的紧缩，必然导致在一个信贷周期后，大量信贷无法得到偿还，因此导致金融危机。如此，内需的萎缩已经成为必然。不过这一切似乎还很遥远，大量套利资本的进入和已经拥有的日元财富的升值已经麻醉了日本人。

因此，日元的升值，将在短期内制造一个日本人财富急剧上升的幻觉。这样将刺激日本的资本输出，形成对美国国内财富的强大购买力。

日本企业将巨额资金转投到美国，购买美国国债和房地产，并且开始大量购买美国企业。日本人购买了帝国大厦、洛克菲勒中心，购买了夏威夷的不动产，以至于美国人惊呼日本人竟然在购买美国。1986年日元的急速升值极大地提高了日元的购买力，日本人开始在美国和欧洲大量进行房地产投资，购买土地、办公大楼、宾馆，修建豪华娱乐场所等，其购买不动产的金额高达5589.16亿日元，占日本在全世界不动产总投资的64.8%。

接着，日本又迎来了另一个更诱人的机会。

美国联邦储备银行在1987年9月4日宣布将贴现率从5.5%提高到6%，美国一些大的商业银行尾随其后，将优惠利率从7.5%提高到9.25%，利率提高意味着今后企业家对企业的投资将减少，使得股票商急于抛股保值，将其变为现金和存款以获取红利。各种因素加在一起，10月19日道·琼斯工业平均指数大跌500点，跌幅达20%，造成股市崩盘，亦即著名的“黑色星期一”。“黑色星期一”使美国账面财富损失达10000亿美元。危机立即波及国际股市，引发跟进大跌。

美国股市的大跌，对于已经进入美国的日本投资来说，显然也是一场灾难。对于当时的日本来说，摆在面前的道路只有两条：要么认赌服输，将投资以低廉价格卖出而撤退；要么追加跟进投资，一赌到底。

日本选择了后者。日本决定趁着美国股市大跌、资本价格低估时追加投资，吃进更多美国的低廉资产。当然，所有这一切都是在冠冕堂皇的语言下进行的。

日本大藏省立即敦促其四大证券公司大量“吃进”、“护盘”，并允许各类企业基金入市买卖股票。1989年，索尼公司以34亿美元的高价买下了哥伦比亚影片公司，后更名为索尼影像娱乐公司。松下电器产业公司则购买了美国音乐公司。三菱公司购买了洛克菲勒财团的洛克菲勒中心大厦。日本的“托挺举措”不仅稳定了美国股市投资者的信心，且使美国经济得以在低通货膨胀下维持增长60个月。

帝国大厦

不过美日双方心里都有底，在这一交错间，美国迫使日本低价吐出美国资产的目的并没有达到，相反，日本趁着美国经济的低谷吃进了更多的美国资产。这是一场以美国为空头，日本为多头的货币战争。如果用“羽扇纶巾谈笑间、樯橹灰飞烟灭”来描述此情此景，大约是再合适不过了。

日本因为维护美国股市，在国际上获得了良好的形象。世界似乎已经沉入对超级经济和政治大国日本的无限期待中了。

1987 年美国股市大跌后，表现相对稳定。1988 年股市升幅为 6.4%，从 1 月 4 日的 2015.2 点增至 1989 年 1 月 3 日的 2144.64 点，大体接近于经济活动的增长水平。

第 6 节　釜底抽薪：日本后院起火

如果说日本的将计就计吃掉了美国的巨量资产，同时还获得了一个维护世界经济稳定的好名声的话，它在这一场战斗中无疑是胜者。

不过，“道高一尺，魔高一丈”。注重实物经济的日本忽略了自己最大的软肋：金融。

从 1985 年的广场协议之后到 1989 年，日元已经连续升值 4 年之久了。如今日本持有大量的美国实物资产，无疑是美国人的心头刺。美国人绝对不能允许日本人在美国的产业里面站稳脚跟。

巨量外资由于日元升值的预期涌进日本，使得日本货币扩张。货币的扩张推动物价上扬，使得抵押品的价值上扬，从而使得银行扩张信贷。银行信贷的进一步扩张又使得抵押品价值上扬，继而进一步促进信贷扩张，由此出现信贷的正反馈。这样，基础货币和派生货币迅速扩大，每一笔派生货币都有一笔信贷与其对应。在经济正常运行的情况下，每个信贷主体在信贷到期时，都有相应的货币收入以偿还信贷。一旦大量货币因为某种原因流出经济体而使得信贷不能被偿还，信贷危机就会出现，导致信贷紧缩。

此时，如果由于某些原因使得失业货币增加，或者使得信贷者不能得到预期收入，从而无法偿还信贷，就将导致日本的信贷危机，出现信贷紧缩并直接

导致货币紧缩。这样其必然对日本在美国的投资形成资金压力，迫使日本将在美国的相当部分投资资金抽回。而由于日本货币紧缩而不得不从美国抽走的资金，必然只有通过贱卖美国资产来获得。由此美国资产便可以解套。

这就是釜底抽薪之计。

对于美国来说，一场日本国内的金融危机既可以解决金融掠夺问题，又可以解决美国的心头之患。在日元升值到最后一根稻草，当日本政府再一次升息形成对实体经济的成本压力时，终于引起了金融危机。1989 年日本的泡沫经济正式爆破，日经指数由 38900 点下跌至如今的 8000 点以下，跌幅近八成。大量国际投机资金以低价换进来的日元，现在开始以高价换成美元，然后流出日本。这便形成了两个后果：一个是日本被国际投机资金套利，一个是资本大量流出导致日本的货币紧缩。

货币紧缩的后果有三个：一是国际投机资金的套利使得日本被套利者亏损严重，派生货币被国际投机资金换成美元等外币形式卷走，从而无法偿还信贷；二是实体经济的投资者无法获得预期的货币收入回报，从而投资无法回收，因此也无法归还信贷；三是物价低迷导致抵押品价值下降，从而使得信贷失去抵押保障，信贷风险大大增加，从而进一步降低信贷，而信贷的降低又进一步降低抵押品价格，由此出现经济紧缩的正反馈。三个因素共同作用，就必然导致日本出现大面积的金融危机。这样，在美国投资的日资大部分撤回，日本人不得不低价卖出在美资产。根据美国和日本专业人士的估计，这几年日本在美国不动产投资的损失率在 50%以上。

即使日本遭受如此大的损失，但其仍然不敢贸然让日元贬值。这个问题不仅仅关系到日本在国际上的形象或者日本是否要遵守它的承诺，更重要的是国际炒家早就设置好了绞索，等着日本去钻。绞索的设置如下：在对日元进行攻击的时候，国际炒家按当时市场价格购买日元的卖出期权或者卖出期货。一旦日本承受不住资金流出的压力而宣布日元贬值，则国际炒家将购买贬值日元，执行期权或者期货合同，以较高的合同价格卖出日元，从而获取套利。因此，在国际炒家双重金融品的狙击下，日本保持日元汇率稳定，是代价较小的方法。

如果日本限制本国期权期货等衍生品的发展，则日元的贬值将可能让日本付出最小的代价来稳定经济。因为日元的贬值将增大国际炒家将日元兑换成美元的成本，减少其套利。同时日本的美元储备雄厚，每年还能获得巨额的贸易顺差，因此国际炒家缺乏足够的力量迫使日本放弃日元干预，日元完全可以在有管理的浮动汇率下贬值，以最大限度地减少日本的损失。所以，对衍生品的监管是货币战争的重要环节。

既然日本缺乏对衍生品的监管，就不得不继续保持日元的高汇价。一直坚持到1995年，才出其不意地宣布日元贬值。自此以后，日元走上了漫长的贬值之路。

第2章　美欧之战：谁是王者

第1节　一揽子货币本位

自从英镑的世界货币地位被美元取代后，欧洲就再没有了能与美元抗衡的货币。四分五裂的欧洲各个小国各自为政，犹如一个个小商业银行各自发行自己的钞票。

在历史上，欧洲诸国都是罗马帝国分裂后的小国，具有统一的历史基础。从地理上，欧洲诸国相互靠近，具有统一的地理基础。从规模上，欧洲版图与中国、美国差不多，具有统一的规模基础。

战后的欧洲决定仿效国际货币基金组织，建立欧洲货币基金（European Monetary Fund，EMF）。其本质上是一个商业银行。它要求各成员国缴出其黄金外汇储备的20%（其中的20%为黄金），创建欧洲货币基金，用以向成员国发放中短期贷款，以完成欧洲内部的资金调节问题。与国际货币基金组织创建特别提款权相对应，欧洲货币基金也创建了新的货币单位。此货币单位相当于欧洲货币基金发放的钞票，可以用来向基金要求兑现或者用于欧洲内部支付。1975年3月，这种新的货币单位被命名为“欧洲记账单位”（European Unit of Account），完全用共同市场国家货币定值。

1979年3月13日，欧洲记账单位进一步发展成为欧洲货币单位，其功能开始向欧洲统一货币方向演化。

欧洲货币单位的定值办法，是根据成员国的国民生产总值和在共同市场内部贸易所占的比重大小，确定各国货币在“欧洲货币单位(ECU)”中所占的权重，并用加权平均法逐日计算欧洲货币单位的币值。因此，欧洲货币单位本质上是一揽子货币本位。

欧洲统一货币由于各国主权问题而无法得到实施。唯一的替代方案是建立欧洲各国间的固定汇率制度，以减少欧洲内部汇兑上的不确定性。但问题是，各国以什么作为汇率固定的标准呢？欧洲货币单位以一揽子货币按经济权重来加权，为一揽子货币本位，具有相对的稳定性，以其作为汇率固定的标准，无疑是比较合适的。

这样，欧洲货币单位不仅仅起着成员国货币当局、财政当局之间的结算工具和储备资产的作用，还起着为各成员国汇率定标的作用。从这个意义上说，各成员国实行的也都是以欧洲一揽子货币为本位的货币制度。由此，成员国对内以欧洲货币单位为基准实行固定汇率，对外联合浮动。

成员国之间规定了汇率上下波动的界限。德国马克和荷兰盾上下波动的界限是2.25%，其余成员国间汇率和波动的首先界限为5%。同时还规定了成员国货币与欧洲货币单位波动的最大界限，即差异界限（Diver-gence Threshold）。差异界限的计算公式为：成员国汇率上下波动界限×75%×（1－成员国货币在欧洲货币单位中所占比重）。

成员国货币的汇率升降达到它对欧洲货币单位的差异界限时，有关国家的中央银行便及时采取行动来保证汇率的稳定。此种对内实行固定汇率，对外联合浮动，保持两个中心汇率的机制，即欧洲货币体系的汇率机制（Exchange Rate Mechanism）。

第2节 双中心汇率的命门

虽然以欧洲货币单位为锚的欧洲货币体系因为实行固定汇率制，使得成员国之间的汇率相对稳定，但是彼此的汇率还是允许一定范围内的波动，因此并不能完全减少汇兑成本和风险。

更重要的是，欧洲货币单位为一揽子货币本位，具有相应的信誉。而各成员国盯住欧洲货币单位，又因为本国经济发展的状况和政府的调控能力而各自有各自的信誉。这样，就将出现兑换比例固定下的各种货币优劣不等。劣币驱逐良币或者良币驱逐劣币的现象，必然在这样的货币体系下发生。一旦有国际

炒家对其中一国发起金融攻击，就将可能迫使此国放弃固定汇率制。

特别是各国虽然维持固定汇率制，但是各国的货币利率却不相同，这必然导致投机资金将低利率货币兑换成高利率货币以获得套利，从而使得大量投机资金涌进高利率国家，失去货币紧缩的效果，并导致金融危机，最终迫使相应国家放弃固定汇率制度。

在处理货币利率的不统一方面，各成员国倒可以采取另外一种方法，以规避利率不同带来的汇率变化。即各成员国可以实行不同利率，但在本国领域内对所有成员国货币实行同等利率。此可以称之为利率的国民待遇原则。这样，由于任何区域内，所有货币的利率均相同，因此利率套利导致的汇率变化就不复存在，固定汇率制度就可以维持。

欧洲货币体系的两个中心汇率机制决定了它既缺乏单一货币本位制的稳定，又缺乏浮动汇率制对各个国家的自我调节保护机制。这必然导致其容易遭受金融攻击。

第3节　单一货币本位

固定汇率制与单一货币本位制的联系，至少表面上看来是很密切的。若固定汇率制下，各种货币的信誉等级完全相同，各种货币在任何国家具有国民待遇利率，则此固定汇率制就与单一货币本位制没有区别。

因此各种货币制度的核心问题就是货币的信誉等级和货币的利率。

各个国家的货币信誉等级不同，一个基本原因是各国经济调控方式不一样。要具有统一的信誉等级，就必须要有统一的经济调控责任主体，这意味着各国必须把货币调控的权力出让给统一调控责任主体，接受统一调控带来的系统风险。

各个国家实行统一的国内利率，决定了各国中央银行降低为商业银行的地位。在金融可以瞬时调整的市场上，各商业银行的利率高低对本区域经济并不能产生影响，因为本区域的信贷储蓄可以在各个国家的所有商业银行间瞬时进行。从理论上讲，影响本区域经济的利率为共同体区域内的最高储蓄利率和最低贷款利率。

这样，各国由于丧失了货币政策的调控权，就对共同体的统一调控提出了极高要求。如何避免各国的财政政策与统一货币政策冲突，就是最核心的问题。

1995 年 12 月 15 日召开的欧洲货币联盟马德里高峰会议将未来欧洲货币的名称定为“欧元”(Euro)，以取代欧洲货币体系所创立的 ECU。根据《马斯特·里赫特条约》和欧盟的有关规定，欧元从发行到完全取代欧盟成员国的货币，分三个阶段进行。

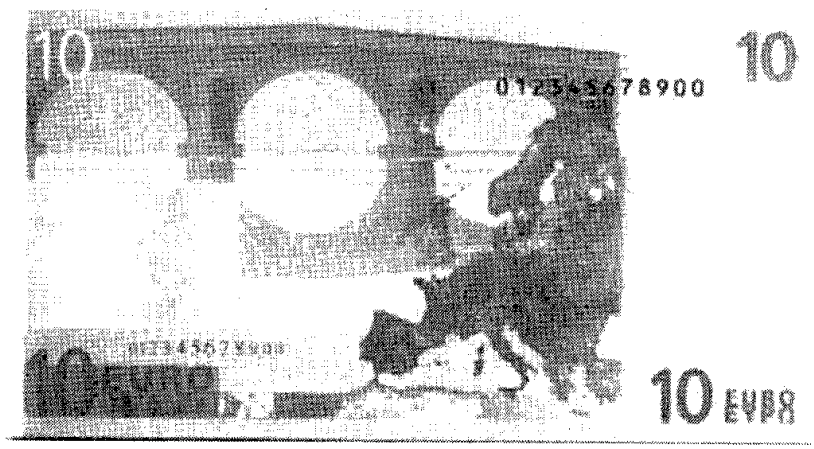
第一阶段从 1999 年 1 月 1 日开始。这一阶段是成员国货币向欧元的过渡期，其主要工作内容是：不可撤回地确定欧元与成员国货币的折算率，并按 1：1 的比例由欧元取代 ECU 进行流通。成员国货币和欧元同时存在于流通领域。

资本市场和税收部门均以欧元标定，银行间的支付结算以欧元进行。成员国的政府预算、国债、政府部门与国有企业的财政收支也均以欧元结算；过渡期内私营部门有权选择是否使用或接受欧元，对于任何合同、贸易和买卖，仍可用成员国原货币支付。

欧洲中央银行投入运行并执行欧元的货币政策，指定欧元的利率；为保证欧元与成员国货币固定汇率的顺利执行，对成员国的货币发行进行一定的监控。

执行都柏林会议指定的《稳定和增长条约》中的有关规定，如制裁预算赤字超过 GDP 3%的成员国，罚金为 0.2%，赤字每超过 1%，则课征超过部分的 10%的罚金。

第二阶段从 2002 年 1 月 1 日开始。这一阶段，欧元纸币和硬币开始流通，成员国居民必须接受欧元，欧元纸币和硬币逐渐取代各成员国的纸币和硬币。



欧元

第三阶段从 2007 年 7 月 1 日开始。这一阶段将取消成员国的原货币，完成欧元完全取代原成员国货

币的进程。

从这个时间表来看，欧洲在第三阶段才真正实行单一货币，在此之前都是固定汇率下的多种货币并存。那么，在前两个阶段必然存在内在的不稳定性。

第4节　欧洲中央银行分权体系

欧洲中央银行体系仍然是国家主权信用货币体系，从根本上来说，与美联储并无本质区别。但是由于欧洲各国具有相对独立性，因此欧洲中央银行体系必须照顾到分权要求。

前面介绍美联储的部分中讲过，中央银行的独立性体现在常平调控的独立上。但并不是说中央银行独立于国家。有的中央银行在财政部之下，有的中央银行与财政部并列，共同对议会负责。但是与财政部并列的中央银行仍然要在议会之下，与财政部的财政政策相互配合，只不过这种配合要经过议会，财政部不得随心所欲地指使央行而已。并且中央银行的收益也要上缴中央财政，由议会控制。

世界上最独立的央行无过于德意志银行。德意志联邦银行是联邦的直接法人，具有和联邦政府同等的地位。

1957年制定的《德意志联邦银行法》为保证央行的独立性创造了条件。该法规定，原各州央行和柏林央行与德意志诸州银行合并，组成德意志联邦银行为德国的央行。法律上已不再独立的州央行成为联邦银行的分支机构，在其辖区内仍具有管理以及办理统一规定的业务的独立权力。该法赋予德意志联邦银行独立于联邦政府和州政府的权力，成为与联邦政府并列，向议会负责的第四权。

从一个国家体系来看，考察中央银行与国家各机构协作关系的关键在于：其赢利为谁所有。

中央银行由于具有发行法币的垄断性权力，因此其利润必然是垄断利润，同时也是社会上其他机构的成本。在国家最高权力系统中，中央银行的利润和其他机构支付给中央银行的成本，总是可以被相互冲销的。问题仅仅在于，为了达到特定权力的制约目的，这个冲销的权力放在哪一级。

根据《德意志联邦银行法》的规定，德国联邦银行是公法意义上的联邦法人。其总数为2.9亿联邦德国马克的设立资本为联邦政府持有。联邦银行的经营赢利除了根据法规条例必须用于准备金的或购买平衡债权的以外，必须上缴联邦政府。

这是理解中央银行的核心。只要赢利还归中央财政，那么政府负债的利息负担就可以被冲销——无非是在哪一级冲销而已。这样也使得央行失去赢利性激励，可以把目标锁在物价稳定等公平性目标上。其他所有独立性权力的配置，都仅仅是为了使这个系统运作起来不出岔子而已。

有人认为中央银行要高度独立，所以可以将中央银行完全私有。这就是没有抓住问题的关键：完全私有的中央银行利润归私人，那将真正造成政府的负债负担，同时也使得私人掌控垄断货币收益，在追求利润的激励下滥用货币政策，造成经济波动。❶

所以，无论美联储、德意志联邦银行还是中国人民银行，其根本运作原理都是一样的。

但是，欧洲中央银行虽然继承了中央银行的一般原理，却有着自身的特殊性——其各国在政治上是独立的，是主权国家。这必然要求其构造欧洲中央银行体系的分权性。

考察分权的核心，也是考察欧洲中央银行体系赢利的归属。

欧洲中央银行的股本为50亿欧元，其成员国央行是唯一认购人和持有人。股本认购的数量依据各成员国的GDP和人口（欧洲中央银行体系建立的前一年的数据）分别占欧盟的比例为基础来确定。各成员国缴纳股本的数量不得超过其份额。各成员国认购的份额每5年调整一次，份额调整后的下一年生效。

其利润分配原则是：各国中央银行在执行欧洲中央银行体系拟定的货币政策过程中所获得的收益并不直接归自己所有，而是要按照各国家中央银行的股份比例分配给各国家中央银行，由欧洲中央银行划账和进行余额结算。

---

❶ 货币局制度：见本书第6部分第4章第5节

欧洲中央银行所取得的纯利润，其不超20%的部分应转入储备基金，直至该项基金数额达到股本的100%时为止。剩余部分按股本比例向股东发放。此外，当欧洲中央银行蒙受损失时，亏损部分也首先从储备基金中抵扣；储备基金不足以弥补的，由决策理事会通过决议，在相应年度内向各成员国央行摊派，而并不向欧盟其他机构或成员国政府寻求财政支持。

因此，欧洲中央银行的收益并不直接上缴给更高的权力阶层，而是除了维持本身基本运作的以外返还给各成员国央行。这也体现了欧洲各国主权尚未统一到欧盟的特点。

不过，虽然欧洲中央银行的收益返还给各成员国央行，但欧洲中央银行必须对欧洲议会负责，向其报告工作并接受质询。可以想象，在未来欧洲政治走向一体化后，各国失去主权独立性，那么欧洲中央银行的收益将不再返还给各成员国央行，而是上缴给欧盟财政，就如同德意志联邦银行或者美联储将利润上缴给联邦财政一样。这不是不可能的。

在欧洲中央银行系统中，我们看到了一个联邦体系下银行系统融合各方面特点的缩影。当然，中央银行运作的基本原理仍然未变。

在这样的分权体系下，各国央行的收益要按照股份比例由欧洲中央银行分配给所有成员国央行，欧洲中央银行的收益也要返还给各国央行，各国央行的收益要上缴给本国财政。由此完成对欧洲中央银行和各成员国中央银行的利润制约。

这样，各国央行没有追求利润的冲动，因为它们的收益并不归自己。各国政府也没有逼迫各国央行获得收益的冲动，因为各国央行的收益还要在欧洲中央银行那里再分配。欧洲中央银行也没有追求利润的冲动，因为其收益要返还给各国中央银行。所有央行的目标都可以放在稳定经济上，以完成央行调控经济的职能。

这样的分权体制还将导致与一般央行运作不同的结果，那就是各国内部机构的利息负担不能从本国央行那里得到对冲，因为交纳给本国央行的利息将由欧洲中央银行统一进行再分配。由此，各国政府发行国债将实际造成政府的财政负担，从而迫使各国政府缩小赤字规模。国债与钞票的无差异互换在这样的分权体制下将无法完成。

第5节 欧洲中央银行体系的命门

欧洲中央银行的分权体系使得在欧盟层次上和各成员国层次上均无法实现钞票和国债的无差异互换。因此国债的应用受到限制，政府收入将主要依靠赋税来完成。

根据大规模并行的串联生产要求，在一国经济中，资本类货币和消费类货币应当按照一定比例供给，才能让经济稳定发展，投资获得正常利润，派生货币与信贷及时冲销，不至于发生坏账。

但是在欧洲中央银行体系下，各成员国之间形成了一个公共物品供给的困境：各国政府都不愿意发行国债筹措消费资金，欧盟也不愿意发行债券筹措消费资金以对各国实行转移支付。

这固然会减少政府赤字，但政府却会将税收作为筹措消费资金的主要手段。因为赋税是不需要政府付出直接成本的。为了支付政府赋税，信贷者将被迫向银行信贷出更多资金，从而背上更多利息负担。而在一般的中央银行系统内，政府发行的国债与钞票互换，政府并不承担相应的利息，因此互换出来的钞票并不需要利息偿付。

因此，欧洲中央银行体系运行的利息成本要高于一般中央银行体系。这决定了欧元的利率应当相对较低，才能满足经济运行的同等发展。如果欧元利率和世界上其他货币一样，则欧洲经济将相对趋于紧缩，从购买力平价的意义上说，欧元趋向于升值(但非从购买力平价的意义上就不一定会升值或者贬值)。而如果欧元利率低于其他货币，虽然可能保持经济运行的正常发展，但却会导致资本流出、欧元贬值，最终使得其经济难以正常发展。

这样，利率的差异和经济扩张程度的差异就可能导致其汇率的差异。欧元体系与其他货币体系的上述关系，其实就是欧洲金融危机时德国与其他国家之间关系的扩大版。[1]

---

[1] 本书第6部分第2章第6节

在这样的央行体制下，欧洲诸国将不得不实行高赋税政策。一旦其高赋税政策终结，欧洲经济必然出现失衡，信贷危机迅速爆发。而高赋税政策必然给欧洲的资本发展带来消极影响，并产生政治压力。

此外，由于各国货币统一为欧元，在理想情况下，各国央行的货币政策失效。因为在金融瞬时调整的情况下，影响本区域经济的利率为共同体区域内的最高储蓄利率和最低贷款利率。如果某国经济出现过热而导致投机资金的大量涌进，加剧通货膨胀，或者资金流出而通货紧缩，则此国央行将无能为力，从而不得不采取投资的歧视政策，以将自己从统一市场中分离出来；或者增加政府负债，实施财政干预。而如果此国有自己的货币，则此国央行可以采取货币升值或贬值的办法，减少或增加国外投机资金的涌进，从而稳定本国经济。

在对付金融狙击方面，欧元作为一个整体来对抗外来攻击，的确具有更大的稳定性。但是改变发行国债的数量容易，改变赋税政策难。因此，赋税政策相对于国债发行具有更大的滞后性。这必然使欧洲国家对于经济波动无法快速反应，从而无力阻止经济波动，也难以对金融攻击进行快速反应。

因此，欧元体系是天生具有弱点的体系。

第6节　合纵连横：没有永远的朋友

总的来说，欧洲中央银行体系的建立为美国所不乐见。因为这威胁到美元的世界货币地位。如前所说，欧元之前的欧洲实行的双中心汇率具有其固有弱点，如果美国抓住机会对其弱点进行攻击，使得欧洲大乱，则将证明欧洲以欧洲货币单位为标准的固定汇率体系是不可靠的。而欧洲货币单位是通向欧元的过渡形式，这样，至少在一般民众心中会投下欧元不可靠的阴影，从而阻止欧元的出现。

1992年在欧共体一体化进程中是相当关键的一年，各成员国要在年内通过议会表决或公民投票的方式批准《马约》。正在未来似乎一切光明的时候，欧洲金融市场风云突变，大浪滔天。

严格说来，欧洲诸国此时虽然经济存在差异，但普遍处于衰退时期，因此

趋同性还是比较强的。引起这么一场金融危机的根本原因，在于诸国调控经济的手段出现了背离。即：究竟是通过货币手段来刺激经济，还是通过财政手段来刺激经济。[1] 如果是通过货币手段来刺激经济，则主要手段就是降低利率；而如果通过财政手段来刺激经济，则主要手段就是国家负债，进行国债与钞票的互换，以政府支出刺激经济，同时为了控制货币总量而提高银行利率。[2]

两种方法之争，其实就是货币投放方法之争。当然，欧洲诸国包括德国、英国、法国等，恐怕都没有意识到这一点。

当时的德国同样处于经济衰退时期。尤其是统一后的东德十分落后，需要资金扶持。德国政府为此进行了大量的国债货币互换，直接从国债中融通资金来支持东德。为了控制货币总量的相对稳定，德国政府同时又提高利率，限制银行信贷资金的扩张。

德国采取财政政策来扩张经济，可能有区域性的考虑，即财政政策可以向东德有指向地投放，如果其仅仅是降低利率的话，虽然会扩张全德国的经济，但是东德地区的经济却难以得到有指向的扶持。

英国、法国等欧洲国家经济也同样处于疲软状态，但他们却采取了降低利率的货币政策来扩张经济。

都是同样处于衰退中的经济，都是为了刺激经济的同样目的，由于货币投放的方式不同，导致了一场危机的出现。

德国通过国债货币互换向国内投放资金，导致德国通货膨胀。为了控制通货膨胀或者说控制银行信贷的进一步扩张，德国采取了提高利率的方法。而欧洲其他国家却采取了降低利率的方法来投放资金。这样，德国马克由于利率高而出现升值，而其他国家的货币由于利率低而出现了贬值。这是由次稳态汇率偏移原理所决定的。

然而，当时欧洲的双中心汇率体制却要求欧洲诸国之间实行固定汇率制度。而德国马克的升值和其他国家货币的贬值必然会破坏这样的制度。与此同

---

[1] 本书第 6 部分第 2 章第 2 节

[2] 本书第 6 部分第 2 章第 5 节

时，国际炒家很快就意识到了这一点，他们为德国马克的升值再加一把火，朝其他国家货币的贬值再泼一瓢水，加大其分离的力量，让欧洲诸国陷入一场与风车作战的深渊中。

1992 年美元汇率连续下跌，美元利率处于 20 世纪 60 年代以来的最低水平。1992 年 7 月 16 日，德国联邦银行却不得不为了控制德国的通货膨胀而把利率提高到30 年来的最高水平。两者之间形成了 6.5 个百分点的利差。德国马克再度上扬。

根据本书“隔山打牛”部分的原理，国际汇率无套利条件是：某国对另一国的汇率等于某国对第三国的汇率与另一国对第三国的汇率之比。也就是说，欧洲其他国家货币对德国马克的汇率将等于欧洲其他国家货币对美元的汇率与德国马克对美元的汇率之比。

当马克对美元的汇率再度升高后，欧洲其他国家有三个选择：要么以同样幅度提升对美元的汇率；要么以同样幅度降低对马克的汇率；要么适当提升对美元的汇率，同时适当下调对马克的汇率。

由于其他欧洲诸国的货币缺乏本国经济膨胀和利率的支撑，要想以同样幅度提升对美元的汇率是不可能的，因此必然要下调对马克的汇率，也就是对马克贬值。

而这就破坏了欧洲货币体系。

欧洲各国并没有从根本上检讨自己的货币财政政策，相反，他们决定捍卫欧洲货币体系。1992 年 7 月 28 日，欧共体货币委员会在 12 个成员国财政部长和中央银行行长进行磋商后发表公报，宣布欧共体 12 国排除在欧洲货币体系范围内改变汇率机制的可能性，并决定积极执行 1987 年签订的关于允许各国中央银行不必等到某种货币的比价超出浮动值就可以对金融市场进行干预的协议，使各成员国货币保持稳定。

做出这种决定的代价是巨大的。根据次稳态汇率偏移原理，如果给大众一个汇率稳定的预期，就必然会给其一个低风险套利的预期，从而助长人们的投机行为。由于投机者少了汇率波动的后顾之忧，就可以肆无忌惮地追逐利率差，也就是进一步追捧马克而抛弃其他欧洲货币。

1992年9月8日，芬兰政府被迫宣布与德国马克脱钩，实行自由浮动。之后，意大利、瑞典、英国、荷兰等国货币对德国马克的比价也开始下滑。

为了减少与德国马克的利率差，各国纷纷调高自己的利率。以意大利银行为例，其在1992年三次调整贴现率，从12%提高到13%，然后又提高到13.75%。但是，意大利这种以银行信贷扩张为主的经济扩张方式决定了其不可能长期承担如此高的利率。与德国通过国债发行而实行的财政扩张不同，意大利的高利率必然对其经济带来严重损害，所以这个高利率不可长久。因此，欧洲国家例如意大利的不断提高利率，无法让市场对利率的预期产生实质性影响。即使1992年9月4日意大利银行将贴现率提高到15%，仍然无法让里拉升值。事实上，将利率提高到自己经济无法承受的高度，带来的后果必定是本币承受更大的贬值压力。

1992年9月13日，欧共体委员会对欧共体的11种货币汇率进行调整，意大利里拉贬值3.5%，其他10种货币升值3.5%，里拉实际贬值7%。

在里拉贬值之前，国际炒家利用金融衍生品，构筑了里拉贬值的陷阱。这个方法的原理很简单，就是高卖低买。当预测到里拉最终不得不贬值的时候，大量以现价向市场或者意大利央行卖出里拉，在里拉贬值后，再以贬值后的价格买进里拉，一进一出，赚取差价。具体的买卖方式很多，一种是向市场上大量借进里拉卖出，里拉贬值后再买回来归还借款。一种是以当前市场价格签订在未来某段时期内卖出里拉的期货协议或者期权协议，当未来里拉价格降低时，再以降低的价格买进里拉，执行期权或者期货协议，以协议规定的高价格卖出对冲，获得对冲套利。据1994年美国国会听证会的材料，占当时对冲基金总资产15%的索罗斯基金，其利用衍生品在抛空英镑一役中就获取了10亿美元的暴利。同时，美国的评级机构也散布里拉贬值的言论给予配合。1992年7月，美国穆迪投资机构将意大利债务评级从AA1降至AA3等。

同时，国际炒家将股票衍生品与货币衍生品结合，构成对欧洲国家的双铰链。即货币贬值促进出口，利率降低有利于发展经济，这样，该国股市会上涨；反之，该国股市会下跌。因此国际炒家提前购买预计贬值国家的股票，同时卖出预计升值国家的股票，从而在股票市场上也获得套利。例如索罗斯在狙

击英镑的同时，又购入价值5亿美元的英国股票，并卖掉巨额的德国股票。

在巨大的陷阱面前，里拉虽然贬值7%，但仍然试图在此汇率上保持稳定，因此不得不抛出巨额外汇储备，回收里拉。但里拉贬值导致的套利反过来又增加了投机商攻击里拉的子弹。一个多星期的激战，意大利中央银行几乎耗尽了其400亿德国马克的外汇储备。外汇储备耗尽，意味着意大利政府已经失去了控制汇率的重要手段。1992年9月17日，意大利宣布关闭官方外汇市场，里拉实行自由浮动，并将浮动时间无限期延长。国际炒家对里拉的金融狙击最终得逞。

非常有意思的是，直到这个时候，意大利人还没有醒悟过来。意大利中央银行人士竟然还是认为，里拉之所以抵挡不住投机风潮的冲击，原因是意大利经济本身仍然处于萧条状态。

里拉的贬值使得意大利损失惨重，债台高筑。这也加大了其通货膨胀。

对里拉的攻击得手后，投机商把目标瞄准了下一个猎物：英镑。

英国的经济衰退及巨额国际收支逆差困境，迫使其采取了低利率的货币政策。这种货币政策必然导致英镑和马克之间的利率差，从而导致汇率差。

但是，当时为维护英镑地位而“奋斗到底”的英国梅杰政府并没有意识到汇率是个系统问题，而是简单地把原因归结为利率差。于是他决定以提高英镑利率的方法来阻止英镑贬值。这无疑是唐吉·珂德在与风车作战。

1992年9月16日早晨，英格兰银行突然宣布将最低贷款利率由10%提高到12%，并在半天内抛售40%的外汇买进英镑，试图扭转已持续了数月的英镑颓势。在此举没有立刻取得效果时，英格兰银行再次将利率提高了3个百分点，达到15%。但是，英国外汇储备的剧烈减少和严重危害其经济的高利率使得人们进一步看跌英镑。最终，英镑步里拉的后尘，突破了欧洲货币体系规定的对德国马克比价的下限。英国财政大臣拉蒙特不得不宣布英镑退出欧洲货币体系汇率机制，实行自由浮动。英镑退出欧洲货币汇率机制后继续下泻，跟里拉被狙击的原理一样，英镑的下跌给国际投机商带来一顿美餐。而英国政府在一天之内接连对金融政策采取三次重大行动，也充分表明了英国官方完全缺乏一个系统化的危机应对方案。

英镑汇率继续下跌。执政的保守党和反对党工党内部对《马约》开始了激烈的斗争。梅杰首相希望利用下半年担任欧共体轮值主席的机会推动英国议会尽快批准《马约》，而以撒切尔夫人为代表的保守党却准备在议会否决《马约》。财政大臣拉蒙特也公开抨击欧洲货币体系，认为只能用英国的货币政策和经济政策来治理英国，极力主张不再返回欧洲货币汇率机制。

在英镑贬值中，索罗斯获利在10亿美元以上，布鲁斯·卡瓦纳获得了3亿美元的收益，保罗·约翰斯获得了2.5亿美元的收益。由于巨大的外汇交易而执美国银行牛耳的公司，特别是J.P.摩根银行和化学银行，也在其中赢利。第三季度美国银行系统总赢利为8亿美元，超过了他们平常在货币交易中的季度利润。

里拉和英镑被相继摧毁，给了国际投机商们极大的信心。国际投机商们开始清扫欧洲货币体系的外围货币。

瑞典克朗、挪威克朗、葡萄牙埃斯库多先后退出欧洲货币体系。西班牙比塞塔、爱尔兰镑等货币纷纷贬值。

而所有这些战争的核心，是法郎保卫战。

法国是欧洲一体化的积极倡导者。在欧洲一体化进程中，法国一直与德国一起发挥着轴心作用，形成欧洲货币体系的双驾马车。一旦法郎也失守，将给欧洲货币体系带来强烈的震撼。

1992年9月18日，法郎同马克的比价跌到了欧洲汇率机制允许的最低限，法兰西银行被迫关门半小时。9月21日，法兰西银行一天内动用510亿法郎的外汇进行干预。到目前为止，法国已经动用了除黄金以外近一半的外汇储备。9月23日，法兰西银行提高利率。1993年元旦刚过，对法郎的冲击就进一步增大。仅1月4日一天，德国联邦银行就购进100亿法郎，法兰西银行购进250亿法郎。其时法国的外汇储备已经不足280亿法郎，濒于无法对法郎汇率施加影响的边缘。

欧洲国家为了阻止本国货币贬值而不得不采取的与本国经济逆道而行的高利率政策，给这些国家的经济带来了严重危害。1992年的第二季度，欧共体经济出现了1987年以来的首次负增长；10月份失业人数膨胀至1460万人。1993

年1月18日，欧共体12国经济和财政部长在布鲁塞尔召开会议，认为解决实体经济的衰退，关键在于降低利率。但是德国东部建设的巨额支出使得其通货膨胀率居高不下。同时，德国的高利率政策又进一步增加了国际资金的流入套利。1992年，德国国际收支资本项目的入超高达1348亿马克。巨额的资金流入一方面给了德国强大的资金能力，另一方面也扩大了德国的货币供给，从而进一步促进了通货膨胀，而这又给德国带来了提高利率的压力。因此，德国的高利率政策并没有有效地抑制通货膨胀，相反，其货币供应量一再突破官方的指标。

此时，对德国经济形势及经济调控手段的认识成为左右欧洲经济的关键。德国经济已经进入一个“通货膨胀—利率上升—马克升值—外资涌进—货币供应增大—通货膨胀”的国际经济循环大圈，使其利率政策不再单纯是国内经济政策。而由于外资进入而导致的货币供应量增加，往往会形成对本国缺乏供给弹性产业的追捧，从而增加经济运行成本，形成经济滞涨。与此同时，高利率又使得本国产业进一步受到打压。

如果实行自由浮动汇率，这个国际经济循环大圈并不是不可避免的。马克只要升值够高，形成次稳态汇率偏移，就可以在提高利率的情况下阻止国外资金的进一步涌进，破解此循环。但是欧洲货币体系的固定汇率机制决定了马克无法采取次稳态汇率偏移的过高升值。

当然，过高汇率对于德国来说并不是不存在投机风险，尤其是在使用衍生品的情况下。

但很难说德国的境况是好是坏。因为毕竟有大量的境外资金在德国作为“人质”。如果德国的金融手段操纵得好，能够将这些“人质”扣押下来，转化为本国收入，则德国将因此获益，而国际投机商将面临惨重代价。

不过德国似乎并没有完全意识到通货膨胀与利率的关系，至少还没有找到解决问题的办法。因此德国宣布，由于通货膨胀率继续攀高，德国将继续维持高利率政策。

这对于欧洲其他国家来说，无论如何都是一场灾难。1993年1月30日，爱尔兰政府宣布爱尔兰镑贬值10%。其是欧洲货币体系历史上最大幅度的一次

性贬值。投机商们卷土重来，继续攻击丹麦克朗、爱尔兰镑、英镑。欧洲货币体系危在旦夕。

在反复权衡后，德国政府决定降低利率。1993 年 2 月 4 日，德国联邦银行终于降低利率，贴现率由原来的 8.25%降到 8%，抵押贷款利率从原来的 9.5%降到 9%。对德国来说，这是一场国际金融和国内金融的博弈。如果国际因素导致的通货膨胀更多，则降低利率将使得德国通货膨胀率降低；反之，降低利率将使得德国通货膨胀率进一步升高。

德国降息后，欧洲各国弱势货币对马克的汇率普遍上升。各国政府获得了喘息的机会。德国出现了马克贬值的可能性。在次稳态汇率偏移的风险下，市场投机商再不敢轻举妄动，他们必须密切跟踪市场信息，依靠市场信息来再度获得狙击机会。

但很显然，马克升值还不够高，没有充分引起次稳态汇率偏移。利率的些微降低并没有使得投机资金迅速撤出德国，相反，却进一步扩大了德国国内银根。这使得德国货币供应量进一步增大，通货膨胀再度上升，利率提高的压力再度增加，升值压力继续增大。因此，德国拒绝进一步降低利率。

法国法郎、西班牙比塞塔、丹麦克朗、葡萄牙埃斯库多再度下跌。法国、德国中央银行发表联合声明，决心联合维护法郎地位。1993 年 7 月 28 日，德联邦银行再度降息。但是由于降息幅度太小，对市场并没有产生大的影响。1993 年 7 月 22 日～29 日，法兰西银行共支出 1000 多亿法郎的外汇，其外汇储备到 7 月 29 日后，降为负 28 亿法郎。此时，德国联邦银行已经借给欧洲货币体系成员国将近 2000 亿法国法郎。

至此，各国的所有手段都已经用尽。各国付出巨大代价后回到原点。

1993 年 8 月 3 日，欧共体 12 国财长和中央银行行长在布鲁塞尔达成协议：在中心汇率的基础上，将法国法郎、比利时法郎、丹麦克朗、西班牙比塞塔、葡萄牙埃斯库多、爱尔兰镑 6 种货币的浮动幅度扩大到上下各 15%，德国马克、荷兰盾、卢森堡法郎 3 种货币维持上下各浮动 2.5%的幅度。

这事实上已经使欧洲货币体系从半固定的汇率制度转为有管理的浮动汇率制度。此后，法国法郎等欧洲货币对德国马克、美元等的比价大幅下降。这使

得投机商得以按照期货期权协议的价格在市场上卖出其他欧洲货币，并以较低的市场价格又买进这些货币，从而赚取套利收益。从某种意义上说，这是一次壮士断腕。

之后，市场逐渐趋于平静。欧洲金融风暴逐渐平息。

欧洲金融风暴之所以能够在实行浮动汇率制度后逐渐平息，原因在于欧洲各国对马克等的汇率大幅度下跌以及德国国内通货膨胀的扩张使德国马克出现了次稳态汇率偏移，投机资金停止进一步涌进德国。

但这并不意味着一切危险都已经结束。相反，另一场战争事实上已经打响：德国如何处理已经涌进其国内的巨额资金。

进入德国的投机资金都付出了极高的成本，因为它们很多是在德国马克升值的情况下进入德国的。现在，这些资金迫使马克进一步升值的目的已经达到，下一步就是这些资金再兑换成外汇逃出德国了。这个原理应该不复杂：假定 1 美元进入德国时换得了 1 马克，现在马克升值后，1 马克可以换 2 美元，那么投机商一进一出，将获得 100%的利润，而德国外汇储备将损失一半。在严峻的情况下，德国外汇储备可能因为巨额投机资金的涌出而损失殆尽。一场新的金融风暴可能重新卷起。

德国为防止此后果的出现，最好的办法是在马克升值、投机资金准备逃离时主动贬值，使得逃离投机资金的马克兑付外汇的数量急剧减少，从而达到围歼投机资金的目的。

金融巨鳄索罗斯对欧洲金融市场洞若观火。在他看来，从实践上，欧洲货币体系已经结束固定汇率，而进入有管理的浮动汇率时代，德国没有必要为维持马克汇率不惜血本。德国马克应当迅速贬值来围剿投机资金。索罗斯认为自己的理论是独特的，掌握了信息优先权，因此他可以首先购买马克卖出期权或者期货合同，从而在市场反应过来之前稳操胜券。

索罗斯的预测逻辑是对的。不过金融市场并不因为你是对的于是你就成功。可惜的是，德国央行似乎并没有索罗斯想象的那么聪明。或者也可以说，索罗斯太出名了，打倒索罗斯，就是砍倒了投机商的一面大旗，将极大地打击国际投机商的士气，从而尽快结束这场金融狙击噩梦。

德国联邦银行宁愿让广大中小投机商获取暴利，也要砍倒索罗斯。

早在1993年6月，索罗斯就断言由于德国经济衰退，其短期利率必须下调，德国马克将会随之贬值。他写信给英国的《泰晤士报》，表明自己对德国马克的看法。市场迅速对此做出反应，马克比价从6月11日的80美分跌至6月25日的59美分，量子基金也因此而获利约4亿美元。这次行动的轻松告捷，使索罗斯决定进行一场更大的行动。

1994年年初，索罗斯开始斥巨资卖空德国马克，当时传闻他卖空了300亿美元的德国马克。事情刚开始似乎有向索罗斯预测方向发展的迹象，德国马克对美元的汇率下跌。但德国的经济实力要比1992年的英国强大得多。索罗斯在1993年下半年对德国马克即将下跌的公开谈论也使德国中央银行产生了逆反心理，或者说产生了对用金融衍生品来制约马克贬值的恐惧，加上德国人并不愿意看到索罗斯赢，最终，德国政府还是维持了德国马克的坚挺。这无疑使索罗斯的如意算盘落了空，损失金额之巨大可想而知。而且，这次索罗斯对马克的判断大意导致了其股票衍生品的失败。索罗斯以为马克将贬值，德国出口型公司的股票将上扬，因此买进了相应公司的股票，以求获得双重套利。结果，由于马克并未贬值，股票衍生品也失败了。

索罗斯狙击英镑时的货币衍生品和股票衍生品两者组合获得套利，其狙击马克时，同样是货币衍生品和股票衍生品两者组合而惨败，从中可以得到这样的结论：除非对手出现失误，否则没有必赢的投机组合策略，即如果投机者能构造出必赢的投机组合策略，那说明对手已经犯下了致命错误。

但是正如前面所指出的，索罗斯在这场战役中败了，但背后是无数投机商的胜利。所有针对德国马克的套利都得以实现，德国事实上损失惨重。

无论如何，该套利的都得到了套利，该打击的都被打击了。欧洲金融大战终于以欧洲付出惨烈代价而告结束。

在这场战斗中，美国金融市场上抛售的法郎约占各大市场抛售法郎总额的一半。包括三位诺贝尔经济学奖得主在内的美国经济学家公开主张为欧洲货币体系送终。葡萄牙总理公开表示，毁掉欧洲货币体系恰恰是美国某些投机者的利益所在。比利时首相就金融危机在电台发表声明时指出，投机活动是不喜欢

欧洲和欧洲货币体系的盎格鲁－撒克逊人的所作所为的。据欧洲媒体报道，1992年9月，当英镑遭受投机资金攻击时，欧洲曾向美国求援，希望美国联邦储备局出面干预，但布什政府断然拒绝。

经此金融危机，欧洲货币联盟实行单一货币本位的第三阶段被迫推迟到了《马约》规定的最迟时限——1999年1月1日才实现。

第3章 拉美沉陷：沦为后院

第1节 民族独立

在殖民时期，欧洲殖民者对拉美实行初级产品出口型发展的政策。例如，西班牙严格限制甚至禁止殖民地从事有损于宗主国农业利益的农业生产活动。为保护宗主国的葡萄酒、橄榄油、绸缎和亚麻等产品的市场，不准殖民地栽培葡萄、橄榄、亚麻和养蚕。对于殖民地居民必须而宗主国难以满足需求的小麦和水稻等粮食作物，则允许其在地方市场需要的限度内发展。对于能在宗主国和国际市场上获取暴利的热带和亚热带农作物，则大力鼓励其发展。这便形成了殖民主义的国际分工体系。

殖民地独立战争以后，拉美国家继续奉行初级产品出口模式，一直到20世纪30年代整个资本主义世界的大萧条给这种模式带来沉重打击。拉美国家意识到，依靠出口低级产品来进口自己所需的工业品，必然使得自己的贸易条件不断恶化。由此，阿根廷农业部长L.杜奥明确指出：阿根廷应该自己制造原来依赖进口的工业制成品。并表示，政府将大力支持工业发展。

这就是拉美国家后来采取的进口替代工业化发展模式。

20世纪40年代末，主要拉美国家开始全面实施进口替代工业化发展模式。其主要采取了以下措施：

（1）保护国内市场。拉美领导人认为，发达国家在其工业化进程起步之初也采取了保护本国市场的措施，因此拉美在起步之初，对本国幼稚工业的保护是必不可少的。因此，拉美国家一直把高关税作为限制进口的主要手段之一。此外，拉美国家还通过进口配额等方式，对进口产品实行非关税壁垒。发放进口许可证的标准是：国内无法生产的产品；国内生产难以满足需求的产

品；在特殊情况下需要增加储备的战略性产品。对于发展制造业所需的资本品和中间产品，其进口许可证几乎一经提出就得到批准。❶

（2）积极扶持幼稚工业。高估本国币值，以降低资本品、工业原料的进口价格。❷采用多重汇率制度，使进口替代工业化建设的企业能以最优惠的汇率得到所需外汇。扩大工农业剪刀差，例如将农业出口的大量外汇收入转向工业。对进口替代工业化必需的资本品的进口采取关税优惠。

（3）建立国有企业和完善基础设施。

（4）利用外国资本。在扩大国家资本积累的同时，拉美国家也积极利用外国资本。由于币值高估以及初级产品出口需求不稳定，拉美国家出口收入增长率下降。因此拉美国家开始寻求外部资金来满足自己工业化建设的需要。例如，墨西哥总统阿莱曼于1947年宣布，虽然1944年政府颁布的《外资法》规定外资企业的股权不得超过51%，但在特殊情况下可灵活处理，必要时可达到100%。1955年的墨西哥《促进新工业和必须工业法》为外资提供了多方面的国民待遇。哥伦比亚1959年的《外资法》几乎取消了对外资的所有限制。巴西货币与信贷管理局1955年制定第113号法令，为外资提供了超国民待遇。库比契克政府放宽了外资在企业中的股权，同时还通过免税等措施，鼓励外资进入制造业。阿根廷1953年的《外国投资法》、弗朗迪西政府的《外资法》也为利用外资提供了更多优惠。❸

（5）开展区域经济一体化活动。拉美国家在实行贸易保护主义的同时，积极开展区域经济一体化活动，先后成立了中美洲共同市场、拉丁美洲自由贸易协会、拉普拉塔河流域协定组织等。

总之，一系列保护主义措施的出台，体现了拉美诸国不甘于永远处于国际产业链最末端的民族独立愿望。

---

❶ R.多恩布什等主编：《开放经济：发展中国家决策者的工具》，英国牛津大学出版社，1988年，P355-357

❷ O.松凯尔主编：《从内部发展：用新结构主义方法解释拉丁美洲》，美国林－雷纳出版公司，1993年，P272

❸ R.金斯基：《跨国公司与拉美工业的转变》，英国麦克米伦出版公司，1984年，P7，P23，P24

第2节 引狼入室

但是，经济措施本身是一个系统工程，它需要各个措施的全面配合。如果这个系统中有一个缺陷且被对手抓住，就可能使整个系统崩溃。很不幸，拉美的一系列贸易保护主义组合拳露出了一个破绽。

在今天的世界经济中，一个国家如果希望获得更多的外汇收入，那么它一般会让本币贬值，使自己的产品在国际市场上更具有价格竞争力，从而获得更多收入。但是拉美国家却反其道而行之，采取的是本币升值的方法。这个方法从短期来说是有效的，因为它提高了本国货币收入的购买力，能够进口本国急需的更多外国资本品。

但是，本币升值不是无代价的。在本国出口收入不断降低的情况下，本国政府要在国际市场上以高估的价格大量抛出外汇买进本币，才能维持本币的升值；或者本国政府提高利率，即提高本国经济发展的成本，才可能维持本币的升值。

两个维持本币升值的办法，拉美国家都采取了。这预示着拉美国家将为一碗红豆汤而卖掉自己。

此外，当时拉美各国经济发展的指导思想是以普雷维什为代表的发展主义。此思想认为，单纯依靠国内资金积累发展会很缓慢，而利用外部资金是经济快速增长的必要条件。

由于本币升值引起拉美国家外汇收入减少，所以他们转向寻求外资注入，出台了一系列鼓励外资进入本国市场的法律法规，使外国直接投资流入量大幅度上升。20世纪60年代前半期，进入拉美的外国直接投资平均每年为3.3亿美元；70年代后半期达到37.1亿美元。至1981年，发展援助委员会成员国在拉美国家的直接投资累计额已达718亿美元。[1] 1973年拉美地区的跨国公司已有7500家。[2] 尤其是在拉美国家梦想发展的制造业上，外国直接投资占据的比重

---

[1] 经济合作与发展组织：《向发展中国家投资》，1983年，P25

[2] 《拉美经委会评论》，1981年8月，P14

越来越大。例如1967年，经济合作与发展组织成员国(不包括美国)对拉美地区的投资总额中有54%集中于制造业。[1]

与此同时，拉美国家向发达国家大量借款。特别是第一次世界石油危机后，石油输出国的大量过剩资金回流到国际资本市场，而西方发达国家陷入经济衰退，资金需求下降，利率极低。拉美地区外债余额在1975年达到784亿美元，1982年达到3083亿美元。[2]而更为致命的是，拉美国家所借的大量外债是按浮动利率计息的，这在后来国际市场利率上升时构成了拉美国家的另一条索命链。

拉美国家失去了自力更生技术创新的机会，走上了一条严重依赖国外资金和技术的道路。这跟中国和麦道合作生产大飞机，最后被扼杀的道理是一样的。

外国垄断资本在技术领域的政策是尽可能限制发展中国家获得最新技术，因此，大部分技术转让是通过跨国公司及其设在拉美的分公司来实现的。20世纪70年代，拉美进口技术有3/4掌握在外资企业手中，只有1/4转让给了本国资本。

同时，外资大量购买东道国民族企业。1958～1967年，在新建立的制造业外国企业中，阿根廷被外资购买的企业比重占53%，墨西哥占54%，巴西为46%。没有被购买的本国企业也被外资惨烈排挤而趋于倒闭，失去了发展能力。

由于拉美国家完全依靠外资，严重缺乏技术自主创新能力，因此发达国家可以在技术创新中提供的大量就业机会在拉美国家中却非常匮乏。真正的技术密集型产业事实上是劳动密集型产业，因为只有不可复制的人脑劳动才可能创造出高附加值产品，例如微软的成本最多的是人力成本。使用进口机器进行大规模的生产，只会生产出低附加值的产品，并由于机器的劳动节约而导致大量的失业。因此，资本密集型产业发展和大量失业的困境在拉美国家出现。例如阿根廷，跨国公司在1955～1974年工业产值增长中所占比例高达40%，而同期其就业增长所占比重只有7%。

从拉美国家的社会分配来看，太过注重工业而忽略了农业，造成了城乡二

[1] R.金基斯：《跨国公司与拉美工业的转变》，英国麦克米伦出版公司，1984年，P28

[2] 联合国拉美经济委员会：《拉丁美洲的调整政策和外债重新谈判》，智利圣地亚哥，1984年，P42

元经济。其赋税制度竟然是累退税制，[1]同时以间接税为主，财产税所占比例十分有限。因此拉美国家的财政收入主要来自于社会底层，而非来自富人阶层。一味追求效率、忽略公平的经济指导思想导致贫富差距极大。1970 年前后，巴西、墨西哥和阿根廷等主要拉美国家的基尼指数都非常高，甚至超过了 0.6 。[2]拉美经委会认为，20 世纪 70 年代，拉美的收入分配较之世界上其他国家更为不公。

从理论上说，贫富差距的扩大应该使得消费萎缩、储蓄扩张。但是在拉美国家却截然相反。拉美国家在贫富差距如此大的情况下，国内生产总值的储蓄率却不太高，在 1950 ~ 1980 年的 30 年中，只是从 18.9%增加到了 25.3%。而国民储蓄率则更低，其在国内总投资上的比例从 1960 年开始一路下跌，到 1982 年仅占国内总投资的 72.4%，也就是说，外资占了国内总投资的27.6%。虽然 25.3%储蓄率在国际上来说并不低，但是比起中国当前 45%以上的储蓄率来说，无疑是太低了。拉美国家在贫富差距极大的情况下储蓄率还那么低，原因是多方面的。西方经济学者们辩护说，这是因为拉美国家的富人们更乐意消费而不是投资。但这个辩护是苍白的。因为没有人能消费上亿美元。

真正的原因隐藏在背后。外资注入拉美国家，其后果跟单纯采取扩张性财政政策一样。即在最初阶段，由于还没有产出，注入的资金流通到社会上，增加了人们的收入，使得经济蓬勃发展；当投资周期完成开始有产出时，由于需求不足而导致的经济紧缩压力就必然出现。但是与本国扩张性财政政策不同的是，扩张性财政政策最多导致本国供大于求，经济低迷，而外资产出获得的利润却将流出本国，从而导致本国的财富流失。这种资产的流出，在本国外汇充足的情况下，将由于本币换成外汇流出而导致本国通货紧缩；在本国外汇不足的情况下，将迫使本币贬值并导致本国通货膨胀。

1946 ~ 1967 年，进入拉美地区的美国投资共 54.15 亿美元，而同期汇回美

---

[1] James A.Mirrlees 于 1971 年证明累退税制更有效率，并因此获得 1996 年诺贝尔经济学奖。但这个证明是错误的。见程碧波《国计学》，中国文联出版社 2006 年版，P409

[2] M.托达罗：《经济发展与第三世界》，中国经济出版社，1992 年，P127

国的利润却高达147.75亿美元。[1]仅1980年一年，外国直接投资的利润汇出就达到149.83亿美元。同时，外资企业还通过向母公司高价购买原产品的方式将财富转移出拉美国家。在墨西哥20世纪70年代初，跨国公司的贸易赤字平均每年高达5亿美元，在巴西1974年跨国公司的贸易赤字为20亿美元，均相当于这两个国家外贸赤字的一半。[2]1958～1968年，美国跨国公司对拉美制造业的投资中，来自母公司的资金补充仅占20%，子公司内部的资金及在拉美国家的融资各占40%。因此，跨国公司不仅没有弥补拉美国家国内储蓄的不足，反而占用了国内资金。

与此同时，拉美国家的债务负担也越发沉重。1975年，拉美国家的外债余额为784亿美元，到1982年已经增至3083亿美元。随着国际金融市场利率的大幅上升，以浮动利率计算的拉美国家债务利息从1977年的69亿美元飙升到1982年的390亿美元。[3]在20世纪80年代，拉美国家仅付息一项就吞噬掉国内生产总值的8.4%，而同期国内生产总值的年均增长率仅为1.1%。由此，利用外债的效果被全部或部分抵消，资金发生反向流动，对经济发展起着阻碍和破坏作用。[4]

中国的贫富差距导致高储蓄率，是多年来消费不足而积累的结果，并非一年生成。产生此现象的背景是剩余资本受到管制，难以逃出中国，不得不在国内低利润投资，因而造就了储蓄扩张。此外，中国政府的官方投资也是导致高储蓄率得以产生的重要条件。高额储蓄导致了中国经济的高速增长——无论这种增长是粗放的还是集约的。高速增长的中国经济在内需持续萎缩的情况下，不得不寻求扩大出口以解决需求，由此产生了汇率贬值的压力，也产生了国际社会对中国剧烈增加的外汇储备的谴责和对人民币升值的要求。当然，也导致了中国经济的波动起伏。[5]

---

[1] R.金基斯：《跨国公司与拉美工业的转变》，英国麦克米伦出版公司，1984年，P13，P187

[2] R.金基斯：《跨国公司与拉美工业的转变》，英国麦克米伦出版公司，1984年，P187

[3] 联合国拉美经济委员会：《拉丁美洲的调整政策和外债重新谈判》，智利圣地亚哥，1984年，P8

[4] 陈芝芸：《拉丁美洲对外经济关系》，社会科学文献出版社，2007年，P98

[5] 本书第6部分第4章第7节

拉美国家则不然。由于资本可以跨国自由流动，每年由于内需不足导致的资本过剩可以逃出拉美国家去寻求更高利润的国际投资机会。因此，由于内需不足导致储蓄率过高的现象并没有在拉美国家出现，高速经济增长也就失去了物质基础，通过出口来解决需求供给的压力远远低于中国。所以，拉美国家根本就没有生产那么多急切需要出口的产品，也就失去了中国这样获得外汇收入的重要来源——哪怕像中国这样付出巨大劳动和资本成本来获得外汇收入也很难。拉美国家的货币短期内由于缺少出口贬值压力，维持高估就是理所当然的了。这也是拉美经济没有因为内需不足而外向化的重要原因。

20世纪60～70年代，随着拉美国家贫富差距的继续扩大和债务负担加重，内需继续萎缩，本币继续升值，资本由于缺乏利润进一步撤出拉美国家，因此造成了拉美国家的资金紧缺。此时，拉美国家要么多印钞票来交换外汇，以支付外债和获得必要进口，后果是通货膨胀和本币贬值；要么阻止资本流出，甚至寻求更多的资本进入。

如果是印刷钞票来交换外汇，由于钞票是向资本支付，而不是发给下层平民，因此无助于内需的提升。在内需不足的情况下，多余的钞票难以投入正常产业运作，而将去追逐供给弹性小的上游产品，例如房地产、能源等，由此推动这些必需品价格上扬，提高产业成本，形成滞胀。本币贬值与通货膨胀也不一定同时进行，相反，可能在通货膨胀中会出现本币升值，导致金融危机。

这里有必要指出的是：如果拉美国家没有外债负担，也不需要大量进口必要产品，则即使外资撤走，拉美国家也可以通过印钞票来解决经济危机，只要调控得当，并不会产生通货膨胀和货币贬值。道理很简单：此时印刷钞票的调控目标是本国经济结构平衡和物价稳定，与印刷钞票来支付外债和获得大量必要进口的目标完全不一样。

经济危机的苗头迫使许多拉美国家重新调整了外资政策。20世纪60～70年代，拉美国家广泛开展了国有化运动，将外资控制的很多产业收归国有。对外资投资部门加强限制，禁止外资进入自然资源部门和经济战略部门。对股权比例进行限制，对经营活动进行限制，对利润汇出进行限制，对外资利润再投资和抽出资本进行限制；对外资筹措国内资金进行限制，等等。

由于对外资的打击进一步减少了外资的注入，巨额外债负担、缺乏自主经济能力、长期以来借债过活、挥金如土安逸生活的突然中断，给拉美国家施加了空前压力。没有长久卧薪尝胆的决心，是不可能渡过这个难关的。

第3节　芝加哥boy：第五纵队

芝加哥大学是由约翰·洛克菲勒于1892年出资4500万美元创办的。从一开始，它就具有保守的、亲资本家的传统和名声，甚至被人戏称为“标准石油大学”(“标准石油”是洛克菲勒家族的公司)。第二次世界大战时期，随着一批重要学者的离开和去世，该校经济系经历了一个比较困难的时期。

面对20世纪60年代后期开始并在70年代加剧的一系列经济问题，美国开始意识到必须摧毁发展中国家发展民族经济的努力，而芝加哥学派的经济学正好提供了相应的理论支持。因而，从20世纪70年代开始，大量的(政府和各种基金的)资金被投向芝加哥大学经济系，资助其开展研究、召开学术会议、出版杂志和招收留学生。美国的媒体则越来越多地给芝加哥学派的经济学家提供发表见解的机会。在这种背景下，哈耶克和弗里德曼分别在1974年和1976年获得诺贝尔经济学奖。随后，芝加哥学派的舒尔茨和斯蒂格勒又分别于1979年和1982年获得诺贝尔经济学奖。芝加哥大学的经济系一共产生了22位诺贝尔奖得主。

这样，芝加哥学派在经济学界的影响越来越大，和以科斯等人为代表的新制度学派一起逐渐成为美国和国际经济学界的主流学派。新自由主义也从被个别国家所接受发展到被很多国家所接受。

从20世纪50年代中期开始，芝加哥大学的一批教授参与了把芝加哥学派经济学“出口”到智利的一个项目。在该项目中，这些教授选送了一批经济学家到智利的一个大学去进行经济学教育，同时从他们在智利培养的学生中选取了一批学生(到20世纪70年代早期其总人数近百人)到芝加哥大学经济系读研究生。这批学生中的绝大部分人在获得硕士或博士学位后又回到了智利。在皮诺切特靠军事政变上台后，他们都被提拔到了很高的位置上，被人们称为“芝加

哥boy”。

美国把该项目扩展到了其他拉美国家。例如，在阿根廷，美国国际发展署资助设立了库依欧项目，让库依欧大学与芝加哥大学和智利天主教大学合作培养经济学家，仅1962～1967年即选送了27名阿根廷学生到芝加哥大学学习经济学。

随着芝加哥大学培养的大量经济学家回到拉美国家，“芝加哥boy”在拉美的影响也逐渐增大。这种影响首先表现在拉美的学术界和商界。O.松凯尔指出，在20世纪80年代以前的智利和其他一些军政权国家，“任何人，只要他不是芝加哥学派的真正信奉者，就会被开除出学术界。因此，在新自由主义学说盛行的地方，独立的研究工作常面临着巨大的困难”。❶更重要的是其表现在政界和极权军政府的结合上。墨西哥的萨利纳斯总统曾在哈佛大学深造，获得硕士和博士学位，其内阁中59%的部长或副部长拥有美国大学的经济学博士学位。智利财政部长A.福克莱斯是美国威斯康星大学毕业的经济学博士，其接班人E.阿尼纳特是哈佛大学的毕业生。智利艾尔文当政时，23位部长中有18位在美国大学获得博士或硕士学位，4人在西欧获得研究生学位。❷芝加哥boy们对新自由主义在拉美的传播和泛滥起了关键的作用，也为“拉美化”的出现立下了汗马功劳。

在推行新自由主义的过程中，美国政府的国际援助机构国际合作局及其后继者国际发展署、福特基金会、富布赖特基金会以及洛克菲勒基金会通力合作，牵线搭桥，提供资助。随着美国经济学界的“新自由主义化”，美国的合作教育机构也不再仅限于芝加哥大学，而是扩展到了其他大学，如哈佛大学、耶鲁大学、斯坦福大学等。❸

针对20世纪70年代拉美国家的经济困境，芝加哥boy们提出了一系列经济主张和措施。以智利为代表，其中主要有：

---

❶J.迪茨等著：《走向发展：从普雷维什到技术自立》，美国林－雷纳出版公司，1990年，P57

❷D.E.霍杰曼：：《目前拉美向市场经济过渡的政治经济学》，载英国《拉美研究杂志》，1994年第1期，P198；美国《洛杉矶时报》，1994年9月27日

❸朱安东：《“芝加哥弟子”与新自由主义在拉丁美洲的泛滥》

（1）根据比较优势原则，利用国内自然资源优势，着重发展非传统产品出口而非制成品出口，获取外汇收入。

（2）敞开国内市场，放弃高保护政策。芝加哥 boy 们证明说，这将使得本国的产品成本和价格与国际市场平齐，从而抑制拉美国家长久难治的通货膨胀，同时也将刺激本国具有比较优势产业的发展，并淘汰本国落后产业。

（3）限制工会的运作。

（4）紧缩货币数量，控制通货膨胀。

（5）降低进口关税，提高汇率，控制通货膨胀。

（6）外资享受国民待遇，抽回资本和利润汇出不受限制；外资固定总税率一定 10 年不变；外资可参与开发自然资源。

（7）取消借外债的限制。

（8）在两次汇率升值后实行固定汇率。

（9）将以前收归国有的外资企业、私人企业物归原主。对国有企业作价拍卖。

这些主张在短期内会取得一定的经济效果。具体原理如下：

拉美国家根据比较优势原则，加大出口自然资源产品的力度，极大地降低了产品的成本，短期内增加了出口外汇收入。同时，削弱本国的技术研发，降低了政府的支出成本。这给拉美国家经济提供了丰厚资金：外汇储备。

降低进口关税，敞开国内市场，使得国外产品长驱直入，压低本国产品价格，抑制通货膨胀。

限制工会运作，降低工人工资，紧缩需求，抑制通货膨胀。

紧缩货币数量，收缩银根，抑制通货膨胀。

允许外资自由买卖民族产业，允许其参与开发自然资源，并允许其自由进出，给予税收优惠，给了外资套利空间，这将吸引外资涌进，解决本国短期内外汇不足的问题。

取消借外债限制，也会在短期内解决外汇不足的问题。

汇率升值，同样会紧缩货币，抑制通货膨胀。固定汇率，将使得本国物价水平与国际物价水平趋向同样变动，减少本国物价波动。

将国有企业拍卖，同时吸引外资进入参与兼并，可增加政府收入。

由此，在短期内，拉美国家的经济形势将有可能好转。

但是，在好转的表象下，真相更加令人触目心惊。

所有的经济形势好转，都是通过对国家资源的出卖而得到的。例如自然资源的出口，允许外资对本国自然资源及战略性产业的控制，允许外资兼并本国企业，继续借债等。总结起来就是一个字：卖。通过“卖”而得到外汇储备。

提高利率，将导致国外资金的套利涌进，除非出现次稳态汇率偏移。而次稳态汇率是高于正常汇率的。因此汇率过高升值，将阻止国外资金涌进，使得本国提高利率紧缩银根的目的得以实现。但是，在紧缩银根目的基本实现后，利率下调，也应当将汇率回调。但是拉美国家将本币升值后却采取固定汇率制，并允许外国资本及利润自由进出，导致进入本国的外资将换得的本国货币兑换成更多的外汇流出本国，造成本国外汇的极大损失。其后果应与金融狙击相提并论。1994 年的墨西哥金融危机，就是固定汇率制下的汇率高估而引起的。事实上，由政府咬牙承受而没有表现出来的金融危机，与剧烈的金融动荡危机一样，可能是同样惨烈的损失。

敞开国内市场，在汇率过高升值的情况下，实际上是将本国产品放在不公正的价格体系下竞争，连国民待遇都没有得到，更谈不上什么保护了。又由于其大量进口是由国内外资企业完成的，因此本质上是拉美国家用宝贵的外汇对国内外资进行补贴。

正如本书指出的：在国家外汇储备充足的情况下，国内资金的流出可能导致通货紧缩；在国家外汇储备不足的情况下，国内资金的流出将导致通货膨胀。芝加哥 boy 们首先让拉美国家出卖国家利益获得外汇储备，然后拉美国家以过高升值的代价让国内资金流出，最后必然可以控制通货膨胀。

如果拉美国家不出卖资源，而仅仅采取芝加哥 boy 们紧缩货币、提高汇率并采取固定汇率的政策建议，其后果必定是通货膨胀加剧，本币贬值。道理很简单：过高的汇率缺乏外汇储备支撑，拉美国家无法兑换，必然导致市场上对本币的抛售，出现本币的剧烈贬值。这是已经重复一千次的金融危机剧本。

芝加哥 boy 们争辩说，拉美国家对进口限制过多，因此对本国产业保护过多，所以要取消进口限制，让本国产业在国际市场上优胜劣汰。这种逻辑也不能成立。因为拉美国家虽然限制进口，但却允许外资在本国自由竞争，并且外资在拉美国家一统天下，对拉美国家民族产业形成摧枯拉朽之势，怎么能说拉美国家民族产业没有面对激烈的国际竞争呢?

芝加哥 boy 们降低劳动者工资，限制工会运作，使得这些国家内需进一步萎缩，更加依赖出口自然资源来获得外汇，同时使得拉美宝贵的人力资源失去了提高素质的机会，完全沦落为原始打工经济。

国有企业的私有化，在拉美最后变成了国有企业低价甩卖甚至送给权贵或者外资。短期内政府获得了部分资产的销售收入。但是，国有资产中事实上包含职工甚至社会的社保资金再投资，因为职工或者社会的社保是由国有企业代理国家行使的，国有企业低价处理，同时国有企业的既有社保包袱却让国家来承担，这在长久来看，必然导致国家财政吃紧，赤字加大，造成通货膨胀，同时也再度拉大了贫富差距。

真正导致拉美国家经济滞胀的原因，正是贫富差距过大，正常产业缺乏正常需求，过多资本追逐垄断产业以求获得租金，抬高全社会产业成本而导致的。而大量人民生活在贫困底层，导致其素质极低，国家缺乏高素质人才，因此技术无法进步。再加上汇率高估，不得不依赖外资，形成了沉重的债务负担。

芝加哥 boy 们开的药方，却是继续加剧此后果。所以，芝加哥 boy 们的拉美国家经济改革成就并不是在什么货币理论上取得的成功。他们所有政策建议的核心，就是通过卖掉国家的命脉来寻得一晌贪欢。

在芝加哥 boy 之前，拉美经济防御体系虽然破了一个外资投资的大洞，但是国内产品的进口保护尚且存在。芝加哥 boy 之后，拉美经济完全被解除了武装，任凭国际资本蹂躏。最可悲的是，这一切都是在正统主流理论的烟幕下，被骗人寄托了热切期望下进行的。这让人想起当初殖民者来到美洲，用玻璃换取美洲人黄金的情景。

第4节 被割开的血管

在“负债增长”战略下，拉美地区国家的外债余额由1975年的783亿美元猛增至1982年的3083亿美元，出现了短暂的经济增长。

1976～1980年间，拉美国家以自然资源为主的出口量持续增长，同时得以持续地、大量地增加制成品进口。

外资进一步流入拉美国家，掌控着拉美的自然资源和战略产业。

为一碗红豆汤出卖长子权的代价是沉重的。

国际上公认的债务安全警戒线是负债率(负债总额占出口总额的比率)为200%，偿债率(还本付息额占当年出口收入的比率)为20%。20世纪70年代中期以后，拉美国家的债务突破了警戒线。例如智利，其外债迅速增加，到1982年已达190亿美元，同年，经济绝对下降13%，外汇储备减少1/3。1983年3月智利宣布，对不愿再向智利提供贷款的外国银行暂不偿还所欠短期贷款。1983年智利经济再下降0.5%。

1981～1982年间，由于出口形势恶化，拉美国家被迫放弃实行多年的汇率高估政策，实行汇率贬值，使得拉美国家企业的外债负担陡然加大。

20世纪80年代，拉美国家仅付息一项每年就吞噬掉国内生产总值的8.4%，还本付息占出口收入的40%左右，而同期国内生产总值的年均增长率仅为1.1%。1989年的人均收入却比1980年下降10%左右。1990年底，拉美国家债务总额增加到4300亿美元。

20世纪80年代以后，拉美国家根据国际货币基金组织的苛刻要求进行经济调整，经常贸易项目出现顺差。但这付出了巨大代价。

1986年拉美国家农产品占出口总额的比例为37.1%，位居世界首位。1988年燃料在拉美国家中出口比例为35%。约有一半以上拉美国家的出口高度依赖少数初级产品。例如，1988年玻利维亚矿产品占出口的89%，委内瑞拉石油占出口的90%以上。

由于出口产品缺乏竞争力，在国际市场上处于讨价还价的弱势，1980～

1982年间，拉美出口初级产品的平均价格大幅下降，1982年和1983年分别比上年降低10.3%和8.1%。1986年跌到谷底后，在低价格水平上波动。1981～1987年，拉美国家的出口量增长了20%，出口额却下降了10.5%。[1]而1988年的美元购买力比1980年下降了22.2%。因此，综合起来看，拉美地区单位出口量的价格七八年间下降了将近50%。

1981～1983年，拉美地区进口值由958亿美元降至544亿美元，减少了41%，其中拉美石油输出国的进口减少了54%。[2]

因此，这个时期的拉美地区，其外贸由逆差转为顺差，完全是压缩进口的结果。

这意味着，拉美的血管被切开，滚烫的自然资源等血液正廉价地被别人抽走。

债务危机以来，拉美国家不得不依靠印刷钞票来购买外汇用于还债，使得拉美国家货币贬值，通货膨胀加剧，形成滞胀。其1990年全地区平均通货膨胀率达1491.5%。投放的钞票通过货币乘数成倍扩张，并带动恶性通货膨胀。在恶性通货膨胀中仅仅获得名义收入的资金向政府兑换成外汇，将通货膨胀货币换成硬通货，也就是将名义收入转化为实际收入，然后流出拉美。恶性通货膨胀又迫使政府提高利率，因此增加了正常产业的资金成本，造成大批企业倒闭。而在拉美货币已经出现剧烈贬值的预期下，利率的提高已经不足以吸引外资流入(但此时次稳态汇率偏移原理仍然是适用的，即如果不提高利率，外资流入更加困难)。再加上1978年起，一些主要的国际金融中心利率明显上升，实际利率达到了大萧条以来的最高水平。1982年起，拉美地区的外资流入量急剧下降，1983年实际流入额只有80亿美元。拉美国家重新陷入资金短缺的局面。

以墨西哥为例，其对外资的依赖程度不断增加。投机性外资有的年份高达外资总量的2/3。过高的固定汇率使得赤字增加，1989年墨西哥经常账户赤字为41亿美元，1994年扩大到290亿美元。在美国利率屡次上调、墨西哥次稳

[1] 墨西哥《对外贸易》，1990年7月，P614

[2] 联合国拉美经济委员会:《拉丁美洲的调整政策和外债重新谈判》,智利圣地亚哥，1984年，P20-22

态汇率偏移已经消失以后，其还死抱着固定汇率，这使得资本迅速外流。1994年，墨西哥再度爆发金融危机。在这场危机中，墨西哥再向美国等国际社会贷款500亿美元，外债总额超过1500亿美元。

到20世纪90年代中期，发展中国家每年都向工业化国家尤其是英国、美国金融机构提供数百亿美元的净资本流入。根据联合国国际儿童紧急基金（UNICEF，现更名为国际儿童基金）的统计，自穷国流入富国的资本从1983年的每年60亿美元增至1990年末的每年300亿美元。考虑到原料和初级产品价格的暴跌，这种资本流出的实物经济成本至少是上述数字的两倍。而整个20世纪80年代从发展中国家流入美国的资本就高达4000亿美元以上。

尽管有这样大的资本外流，第三世界国家的债务仍然持续增长。根据世界银行的统计数字，1980年全世界109个发展中国家的外债总额约为4300亿美元，包括一年期以上的公私债务。1980～1986年，发展中国家付息3200亿美元，还本3320亿美元。因此，这期间发展中国家为4300亿美元的债务支付了6520亿美元。然而，1986年这些国家的债务总额竟高达8820亿美元。这巨大的新增债务中只有一小部分是用于新投资的，债务泡沫的增长几乎完全是由于高利率和发新贷还旧债的“滚动还债”（Roll-Over）方式造成的。至1994年，109个发展中国家的债务总额已高达16000亿美元。❶

于是老一套的游戏重新上演，新的一轮借新债还旧债谈判开始。强迫拉美国家进一步开放产品市场和资本市场、取消对民族产业的补贴、以债权换取民族企业所有权的城下之盟又在拉美国家和发达国家之间签订。美国前国务卿乔治·舒尔茨在一次讲话中还强调了把国际货币基金组织变为强迫第三世界还债的“世界警察”的建议。

❶ 乔纳森·特尼鲍姆：《世界金融体系崩溃的历史进程》

第4章　美亚之战：其血玄黄

第1节　借尸还魂：危机再现

前面讲到，日本为了预防国际炒家通过衍生品对其汇率进行狙击，不得不继续保持日元的高汇价。一直坚持到1995年，才出其不意地宣布日元贬值。自此以后，日元走上了漫长的贬值之路。作为一个金融攻击的靶子，日本突然在国际炒家面前消失了。

但国际炒家们很快发现，日本虽然短时间内逃过一劫，但和其密切相连的整个亚洲却没有及时跟上日本的步伐。亚洲诸国大都是采取与美元看齐的固定汇率制度，但是亚洲诸国和日本的经济联系却非常密切。日元相对美元贬值，亚洲诸国与美元固定汇率的后果就是日元相对亚洲诸国货币贬值。

在日元贬值过程中，其利率从1996年的0.5%逐渐降至1999年的零。根据次稳态汇率偏移原理，日元的低利率将导致日元汇率过低。因此日元汇率在1996年以后继续下跌。这个下跌的过程也是日元被抛售而兑换成美元或者亚洲货币获得外汇交易套利的过程。

但是，日本具有强劲的经常项目获利能力。1985～1990年，尽管日元价值翻了一番，与美国间结构性经常项目顺差却没有消失，总体上每年平均仍有500亿美元顺差。日元贬值后，这个顺差进一步增大。日本对东亚诸国拥有强大的资本获利能力，例如泰国55%的外债是日元，并且日本是泰国最大的外商投资来源。这意味着每年都有巨额资金回流进日本。显然，如果每年有同样的巨额资金流出日本，则进出日本的资金净流量为零，对日元汇率的影响为零(这里说影响为零，仅仅从总量上判断的，而没有从结构上判断，因为流进资金的形式及所有权主体和流出资金的形式及所有权主体不一定相同)。

若是资金从某个国家流回日本，然后又有等量的资金从日本流回这个国家，则等价于资金一直在这个国家，其扩张也是正常的投资扩张，出现危机的可能性相对较小。日元最初也是主要投资于美国国债和公司债券，但是由于亚洲诸国通货膨胀率较高，利率较高，而其货币对美元汇率却保持相对稳定，所以大量的日元转向投资东南亚市场。这样，东南亚诸国将无偿承担由于外汇套利和他国资金流进本国的巨额利息费用。这是日元低息而导致的套利外汇交易的本质。

从进出口来看，日本一国的 GDP 超过亚洲其他国家 GDP 的总和，其金融资产则相当于亚洲其他国家的两倍左右；作为世界第二经济大国，日本的贸易量约占东亚的 1/5。

从 20 世纪 70 年代后期，日本开始构建其全球供应链。首先从亚洲各国获得原材料，随后又购买廉价零部件，而将成品主要销往美国，然后是欧洲及世界其他地区。制造业供应链的扩展有时又被称为“飞雁模式”。日本正如领头雁，随后是“亚洲四小龙”（韩国、中国台湾、中国香港和新加坡），再之后是“亚洲四小虎”（泰国、马来西亚、菲律宾和印度尼西亚），最后是中国内地。因此，此供应链网络有着美元和日元两种货币标准。

日元贬值，导致亚洲各国出口紧缩，外汇收入降低。举以出口为龙头的泰国为例，1995 年其出口增长率达 23%，而 1996 年的增长率几乎下降为零。

曾经在日本游荡的投机魂魄开始在亚洲诸国身上还魂。

而很不凑巧的是，当时的亚洲诸国正是一具具回光返照的躯壳。自身免疫力的低下，使得一场借尸还魂的金融危机横扫亚洲。

亚洲多数国家曾经处于与西方发达国家对立的阵营。因此与拉美国家相比，西方经济学理论的发展处于滞后阶段，一直到 20 世纪 80 年代后期才开始逐渐为人们所认识。此时，亚洲具有大国治理的历史传统，中华国计思想在儒家文化中潜移默化地发挥作用。所以亚洲国家对于外国资本在国内的直接和间接投资十分敏感，“对外国投资设置障碍”，[1] 并且在外国直接投资和外国信贷之间更为注重后者。即使对允许进入的外国投资，当局仍然注意对其控制，重

[1] 世界银行：《东亚奇迹：经济增长与公共政策》，中国财政经济出版社，1995 年，P205

要的部门控制在民族资本手中，企业创造的收入在GDP中的比重比阿根廷等拉美国家要高。[1] 20世纪70年代后，外资在拉美国家总投资中的比重明显增长，而韩国、中国台湾地区的外资比重迅速下降。[2]

对外国投资的控制，使亚洲国家的外资成本仅仅为比外国投资收益低得多的外债利息，从而大大降低了经常项目的外资利润流失。

事实上，从负债情况来看，许多东亚国家的债务负担并不比拉美国家轻。例如拉美危机爆发前的1981年，韩国、马来西亚的外债与GDP之比高于巴西。

因此，同样是对国内经济进行保护，由于拉美国家在外资投资上采取了错误的策略，其贸易保护长堤形同虚设，反而给了西方国家指责拉美国家贸易保护导致金融危机的口实。而亚洲国家则从外资投资着手，构筑起了保护民族经济的长城。

对资本的控制使得亚洲国家的资金难以逃出，不得不在本国循环投资，提高储蓄率，并由此导致经济高速增长。高速增长的经济产出与国内有限的内需形成矛盾，过剩供给必须通过拓展外需来解决，由此造就了亚洲国家的外向型经济。高出口经济获得高额外汇收入，从而增加了抵抗外汇攻击的能力。

综合以上因素，就是亚洲金融危机迟于拉美金融危机的根本原因。

但是，中华国计思想仅仅在儒家文化中以文化形式而非经济科学形式存在。亚洲国家本身缺乏系统的科学经济理论，无法全面应对世界经济的挑战。在拉美金融危机中立下汗马功劳的芝加哥boy系统，挟诺贝尔经济学奖和西方发达物质条件的光环，逐渐成功地在亚洲经济学界成为主流，并由此主导政府政策。

20世纪90年代以来，东南亚国家陆续开放了金融市场。例如泰国自1989年开始推行金融体制改革和开放金融市场，1992年加快了金融自由化的步伐，放松了对货币供应量、利率、私营部门向外贷款、外国投资等的管理。而马来

---

[1] R.P.肖特：《公共企业的作用：国际性的数据比较》，载国际货币基金组织：《混合经济中的公共企业：一些宏观经济因素》，1984年

[2] G.吉里弗等主编：《制造业奇迹：拉美和东亚的工业化道路》，美国普林斯顿大学出版社，1990年，P71

西亚 1989 年以后的 10 年里，外资迅速增长到占总投资额的 50%～60%。

外资在亚洲诸国的迅速增加在短期内促进了亚洲诸国的繁荣。但是，当外资投资周期结束进行投资回收的时候，远远高于利息的利润收入和外债利息就成为吞噬亚洲诸国财富的机器。亚洲诸国从原来的经常项目顺差转向了高储蓄率、高投资率、外向型经济下的经常项目赤字。例如马来西亚投资率占国民生产总值的 45%，经常项目国际收支赤字却居高不下，占国民生产总值的 5%以上，最高时曾达到 9%。泰国经常项目赤字 1996 年末达国民生产总值的 8%。1997 年 6 月底，韩国欠 14 家外国银行的债务是 1343 亿美元，其中短期外债多达 800 多亿美元。韩国金融机构的呆坏账 1997 年底已达 20 万亿韩元。

经常项目的逆差像毒品一样，迫使亚洲诸国进一步以优惠条件吸收外资进入，以平衡短期外汇。因为如果没有外资进入，则亚洲诸国将缺乏足够的外汇来满足流出资金的兑换，从而无法维持本币汇率。而更多国家利益的让步、更多外资的进入又进一步扩大了经常项目的逆差。由此导致恶性循环。

外资进入是执行资本职能。在亚洲国家储蓄率很高的情况下，内需必然相对不足，正常产业相当大部分必须出口，这便提高了正常产业的成本。因此资本将主要追捧具有短期收益或者供给弹性和需求弹性均小的产品，例如股票和房地产。股票价格上扬形成泡沫，房地产价格上扬提高了正常产业的成本，由此形成滞胀。高通货膨胀产生高利率，在固定汇率制下，又吸引外资加速流入。而高通货膨胀率又使得实际利率降低，从而引起全社会的信贷扩张。信贷扩张提升了房地产等抵押品的名义价值，由此进一步提供信贷扩张能力。而在固定汇率制和允许国内私人机构以低利率借贷外债的情况下，国内高名义利率必然导致外债迅速增加。最后造成整个经济的恶性正反馈，出现高通货膨胀、高名义利率和低实际利率、房地产股票泡沫上扬、正常产业萎缩、汇率在高估的情况下继续产生升值压力、投机外资不断涌进、外债迅速扩张、经常贸易账户逆差增大的恶劣局面。

亚洲的所有经济迹象，都与拉美危机的前夜相似。

直到此时，外国资本仍然在不断地给亚洲国家灌迷魂汤。在金融危机发生前 3 个月，国际货币基金组织在其年度报告里提及韩国时说："国际货币基金

组织的决策者对韩国宏观经济的持续发展表示欢迎，并因其令人称羡的财政纪录而盛赞韩国政府。”同一报告提及泰国时说：“国际货币基金组织的决策者热烈赞扬泰国突出的经济表现以及当局保持合理宏观经济政策的持续稳定。”

第2节　扣动扳机：美国穆迪评级

1996年，泰国的6个月远期美元汇率急升，是发动金融攻击的时间信号，表明金融攻击将可能在半年以后发动。尤其是国际炒家利用“无本金交割远期外汇”(NDFs)，成百上千倍地扩大融资杠杆，仅需要几十亿美元，就等价于调动上千亿美元的资金来实施金融狙击。所谓无本金交割远期外汇，其和一般远期交易一样，但以开始买进或卖出的价位与到期时买进或卖出的价位之间的价差为基准以美元结算，本金不交割，只算差额。由于不需要支付本金的保证金，因此投机商只要支付价格差额的保证金就可以完成大额本金的期权期货合同。这极大地增强了投机商调动资金的能力。亚洲央行在危机已经发生之后才回过神来，试图防堵这个漏洞，但对于数月前就已经签订的远期合同来说，为时已晚。

1997年2月14日，外国资本扣动扳机：美国穆迪资信评级公司宣布重估泰国长期外汇评级。这是压断骆驼背的最后一根稻草。消息传出，立刻使得股市大跌，汇率波动。2月底，国际炒家例如索罗斯之类开始大手抛空泰铢，逼迫泰铢贬值，企图将其贬到1996年期货期权协议所确定的远期汇率之下，以通过执行期货期权获得套利。

第3节　十面埋伏：汇、股、币立体战争

这是一场组织严密的围歼战。可怕的是被围歼的人对此毫无察觉，更可怕的是被围歼者已经进入了包围圈。

东南亚国家的困境使得国际炒家有条件采取多种金融品的组合来构造围歼阵法。

（1）事先通过各种手段，将外汇兑换成亚洲货币进入亚洲国家。

（2）利用期货期权工具，尽力使用金融杠杆，以最少的资本金签署尽量多的远期卖空亚洲诸国货币的协议。

（3）不惜高利率成本，大量借进亚洲诸国货币。

（4）在亚洲诸国市场上大量签署远期卖空其股市指数的期权期货协议。

（5）在亚洲诸国市场上签署远期买入出口外向型企业股票的期权期货协议。

以上几记组合拳，打得亚洲诸国晕头转向。

首先，第2招：亚洲诸国若通过浮动汇率制度让货币贬值，将蒙受重大损失，使国际投机资金获得套利。如果未来贬值，则国际炒家将在未来以贬值后较低的价格购买亚洲诸国货币，然后执行期权期货协议，转手以较高的执行价格卖掉，从而获得套利。期货期权协议的执行过程中，同时发生亚洲诸国货币的买进和卖出，因此这种套利不会形成汇市被单边拉升的局面。

其次，国际炒家借入大量亚洲诸国货币，然后抛出，打压亚洲货币价格。由于亚洲诸国通货膨胀率高，闲散的本币总量远远超过外汇储备，这就相当于有巨大的子弹库供投机者调用。再加上原来进入国内套利的资金也跟随撤出、投资者跟风，就会出现一夜之间涌出巨量本币疯狂购买外汇的局面。

第1招：亚洲诸国若维持汇率，将在外汇储备上蒙受重大损失，国际投机资金获得套利。在汇率高估的情况下，亚洲国家如果试图用外汇储备来满足投机者购买外汇的需求，则事实上是亚洲国家的外汇损失。例如原来投机者将美元以高价进入亚洲国家，换成亚洲国家货币；亚洲国家货币升值后，投机者可以换得更多美元后撤出。这必然导致亚洲国家的外汇储备蒙受巨大损失。

第3招：亚洲诸国若维持汇率，将在股市上蒙受重大损失。在资金蜂拥流出时，本币被大量抛弃面临贬值压力。为了维持汇率，亚洲诸国将不得不提升利率。国际炒家不惜高成本借贷本币以冲击外汇的措施也会抬高利率。而且，大量本币为兑换外汇而退出市场，也导致银根紧缩。这必然加重实体企业的资金成本，导致股市下跌，股指下降。国际炒家执行期权期货协议，以较高价格卖出股指，获得股市套利。

在亚洲诸国耗尽外汇以后，将不得不任由本国货币贬值，这个时候，一方

面投机商低价购买亚洲货币以归还当初借款从理论上说，这个操作将拉升亚洲货币价格，从而与亚洲货币的抛售效果相互冲销。但实际上由于信息不对称、隐蔽操作等因素，是不能完全冲销的。同时执行期权期货协议获得收益。

第4招：亚洲诸国货币被迫贬值后，其出口企业将获得动力，效益上升，股票价格上扬。国际炒家执行股票期权期货协议，以较低的执行价格买进企业股票，然后转手卖出，获得套利。

以上几招构成了对亚洲诸国的围追堵截。强大的“亚洲四小龙”、“亚洲四小虎”，在突如其来的袭击中，还来不及反应就纷纷倒下。

泰国、印度尼西亚、韩国等国家付出惨痛代价后，不得不任由汇率自由浮动，任其贬值。在这场战斗中，为死命维护汇率，各国合计共增加了超过1000亿美元的外债，比墨西哥危机时的500亿美元多出1倍以上。

亚洲国家不得不接受国际资本控制的国际货币基金组织等的苛刻借债条件，相继付出资本和产品市场进一步开放的巨大代价。例如国际货币基金组织对韩国实施559亿美元的援助时，要求韩国立即关闭一些信贷机构和银行，允许外国资本兼并韩国的金融机构，大幅度地向外国投资商开放股票和短期债券市场，废除遏制外国汽车进入韩国市场的保护政策等。美国和欧洲的国际投机商也准备收购韩国的海外资产。当时韩国正值总统大选，谁当选难以预料，国际货币基金组织要求得到三位总统候选人的书面保证才肯签署协议。韩国人群情激愤，把与国际货币基金组织签署协议的日子称为“国耻日”。

亚洲国家终于对美国等西方国家的经济侵略产生了警惕，认识到国际货币基金组织仅仅是披着世界银行面纱的西方工具。于是提出建立“亚洲货币基金”与之对抗。基金从亚洲各国筹集，预计在600亿~1000亿美元之间，以便在成员国发生金融危机时给予援助。这立刻遭到美国等西方国家的强烈反对。美国前副国务卿塔尔博特说：美国无法信服设立“亚洲货币基金”能让本地区国家在金融危机时可支取需要的经援；我们认为解决这类问题的适当机构，是跨区域性的及国际性的组织，而不是交给新成立的区域性组织，因为这问题本身影响深远，超越了亚太地区的疆界。德国财长认为，如果亚洲地区建立这样的基金，无疑会破坏现有的国际金融秩序。

日本在亚洲有着巨大的利益，其对亚洲的出口超过对美国的出口，同时在亚洲的债权高达1200亿美元，亚洲的金融危机也波及日本，并且日本渴望发挥政治影响，因此日本对“亚洲货币基金”是支持的。但是在欧美国家的坚决反对下，羽翼未来的亚洲国家只在1997年12月成立了一个旨在为所需国提供短期信贷资金的“亚洲备用信贷设施”，其没有固定数额的基金。虽然“亚洲货币基金”最终没有建立起来，但是，经过亚洲金融危机的洗礼，亚洲诸国终于开始意识到建立金融新秩序的必要性。

第4节　绵里藏针：新台避战

兵临城下。华人世界感受到了萧萧寒意。

如本章第3节所述，国际炒家用金融衍生品对亚洲国家重重围困，亚洲国家一个接一个地倒下。投机商的锋芒直逼亚洲文明的中心。

新加坡没有对国际炒家做任何抵抗，顺势下调了新元汇率。中国台湾对国际炒家做了一点形式上的抵抗后，马上就弃守新台币。这使得美国资本家大为恼怒。美国国际经济研究所所长、卡特政府时曾任财政部助理部长的柏格斯坦强烈指责中国台湾是导致亚洲“第二波”金融危机的罪魁祸首。他认为中国台湾有900亿美元，有能力打击投机商，但却在采取“最小幅度防范性努力”之后就放弃了。他指责新台币的贬值引发了全球性股市恶性循环，引起了华尔街股市的抛售恐慌。

美国做出如此激烈的反应，内中的痛苦只有他们自己知道。这就是，国际炒家的金融品组合绝非是包赢不输的。在多数情况下，只要掌握足够信息和金融原理，就可以至少让他们不赢，甚至让他们输个精光。“没有包赢不输的投机策略”，乃是投机市场的铁律。

先前说过，国际炒家主要有5个招数的组合。在这个组合下，无论被狙击国家采取什么措施，都将被国际资本套利。这其实还隐含着一个重要前提：各种金融品搭配的时间。

在同一时刻，如果被狙击国家成功地维持汇率，则其将会由于汇率高估而在

资金流出上损失利益。但同时，投机资金却将因为判断错误，必须过低卖出远期本币期货、支付过高借贷资金成本以及承担期权价格成本，从而付出巨大代价。

在同一时刻，如果被狙击国家不做任何反抗，立刻任由本币自由浮动而贬值，则其将在远期期货期权上损失利益。但同时，流出本国的资金却将因为本币迅速贬值而付出极大的流出成本，从而付出巨大代价。

两种措施的后果，取决于两种利益的权衡，视被狙击国家的能力、先前进入本国的外国资本数量、外资签署的期货期权数量、外资借贷的资金数量而定。

最忌讳的是，被狙击国家最初付出巨大代价维持高汇率，使得投机资金流出本国获得套利，然后又任由本币贬值，使得投机资金执行期货期权获得套利。如果这样，则被狙击国家将全线溃退，进退都落入国际炒家的陷阱，输得连裤子都不剩。

最理想的是，被狙击国家最初任由本币自由浮动而贬值，在多数国际炒家远期合同到期时陡然提高汇率。这样将使得国际炒家双头失守。不过，这种操作方法恐怕只是理论上的可能，因为在现实中有很多制约因素。

所以，任何金融品的投资组合，不管它宣称多么严密，都有破解之法。问题在于是否掌握足够多的信息和金融原理。无风险套利，一定是市场出了差错。

新加坡、中国台湾迅速贬值本币，正是在咬牙承受衍生品割肉之时，摧毁即时换汇交易而流出套利的外资。孰轻孰重，只有当事人自己知道。在有大批的国际炒家通过衍生品获利之时，一定有大批的国际炒家在即时交易中蒙受损失。即使两者从总量上相互抵消，损失者对市场的冲击也将远远大于获益者对市场的安抚。而对被狙击者来说，至少避免了自己的外汇储备像泰国、马来西亚、韩国那样被席卷一空。

难怪美国资本家代言人不但恼羞成怒地指责中国台湾造成了华尔街股市的抛售恐慌，更是公开点名中国台湾应该把其900亿美元外汇储备都扔到维持新台币中去。

中国台湾和新加坡素来亲美，其经济实力不足以和美国对抗，也不敢和美国对抗。在这场金融大战中，他们唯有发挥中华文明蕴藏的智慧，为保卫自己而使了一招表面示弱、实际绵里藏针的杀着。中国台湾和新加坡在危机中全身

而退。

第5节 货币局制度

1. 中国香港地区的货币局制度

货币局制度最初产生于殖民时期的货币制度。殖民地由其宗主国代为制定货币政策，其所有铸币税上缴宗主国。在实行货币局制度的国家（地区）中，中国香港原先与英镑挂钩，1973年后改为与美元挂钩。

1993年4月成立的中国香港地区金融管理局（简称金管局）是香港的准中央银行，从体制上提供了维护联系汇率制的保障。金管局下设外汇基金，财政司司长掌有控制权。外汇基金主要用以达到财政司司长认为适当而直接或间接影响港币汇价的目的，以及其他附带目的，例如买卖港币、外汇、黄金、白银、证券或资产；在咨询外汇基金咨询委员会后，订立他认为对审慎管理外汇基金而言为合适的任何财务安排；以政府一般收入作为抵押，为外汇基金账户而在中国香港或其他地方借入款项，但借入而尚未清还的款项总额在任何时间均不得超过500亿美元。

外汇基金的来源有：发钞银行交付的美元、中国香港地区政府财政盈余、发行外汇基金票据 (exchange fundnotes/bills) 所得资金、基金投资所得收益。

外汇基金可以用来调整港币的外汇价值。财政司通常运用外汇基金直接干预汇市。

财政司司长取得行政长官会同行政会议的批准后，可发行纸币。❶

财政司司长取得行政长官会同行政会议的批准后，可凭书面通知授权银行发行纸币。目前指定的发钞银行为汇丰、渣打、中国银行三家。发钞行必须向外汇基金交纳等值美元（即每发行7.8港币，发钞行必须向外汇基金交纳1美元）并换取外汇基金债权凭证。债权凭证是外汇基金负债的一部分。发钞银行可以凭借债权凭证发行港币，也可以同样比价用港币向外汇基金买回美元，同

❶ 中国香港《法定货币纸币发行条例》，由1999年第68号第3条修订

时赎回负债证明书，从而使港币现钞从流通中回笼。

发钞行和其他银行之间以及银行同行业、银行与客户之间的港币交易全部按市场汇率进行。

由于金管局与发钞银行之间的汇率为固定汇率，当港币的市场汇率过高时，发钞银行将向金管局卖出美元，买进港币发行权(等价于买进港币)，从而扩充港币数量，压低港币市场汇率。反之则向金管局卖出港币，买进美元，从而紧缩港币数量，提高港币市场汇率。由此达到固定汇率的自动平衡。

财政司司长可以用发钞银行为发行港币而向其支付的外汇来买入外汇或黄金，或做其他投资，也可用以支付政府负债。

财政司司长可以将以上职权授予金融管理专员。

印刷港币的机构为港币印刷公司。港币印刷公司于1996年1月22日被中国香港地区政府以2.55亿港币收购。由金管局首席执行官出任主席。为了在中国得到技术支持和安全保证，该公司于1997年3月向中国造币公司出售了15%的股份，并计划向三家发钞行出售股份。但金管局将保留最终控制权。

2. 货币局制度分析

本币以外汇储备的一定比例发行，是货币局制度的根本特征。货币局制度决定了基础货币的供应量，然后通过货币乘数，扩大为广义货币量。

在这样的制度下，央行公开市场业务仍然可以进行。因为央行的买卖是等价的。例如，若央行发行债券，则市场上增加债券，但相应本币被回收，而支付的债券利息基本上相当于因为回收本币而少支付的本币利息，并不构成额外负担。

但是，货币局制度下的货币政策与一般央行的货币政策也有着显著的不同。这就是货币局制度下的央行自身就是市场的一部分。央行改变全市场本币数量的唯一渠道是按照特定外汇储备的一定比例调整本币。同时，央行本身又具有吞吐基础货币的特点，因此央行可以通过公开市场业务，调整非央行市场的本币数量。

这样，通过全市场的本币数量控制，限制了央行滥发货币；通过非央行市场的本币数量控制，给央行调控货币政策留下了空间。

不过，在货币局制度下，表面上看有一定比例的外汇储备为准备金，似乎风险很小，实际上有外汇储备作为准备金的仅仅是基础货币部分，基础货币通过货币乘数进行扩张的广义货币部分则没有任何外汇储备作为准备金。所以，即使在100%准备金制度下，如果这些货币都要求央行兑付外汇，也必然导致央行耗尽外汇储备，使本币贬值。

即使是100%外汇准备金的货币局制度(我们这里假定此外汇是美元)，其与把本币用美元来替代的制度也是不同的。在货币局制度下，作为准备金的美元可以购买美国国债等风险较低的资产，获得利息收入。而在美元替代制度下，则无法从美国获得额外的利息收入。

其次，货币局制度下，境外资金的美元流入后，其要兑换成本币，美元由本国央行拥有，成为外汇储备。如果境外资金想在本国操纵金融市场，则本国央行可以运用境外资金的美元来与境外资金对抗，达到借力使力的作用。而在美元替代制度下，境外资金的大量美元流入操纵本国金融市场时，本国央行只有使用自有资金与境外资金对抗。

最后，货币局制度下，由于广义货币的扩张，100%外汇准备金也不能提供充足的保证，因此可能出现本币汇率变动的压力，从而给国际炒家留下狙击空间。在美元替代制度下，同样有广义货币的扩张，也同样有无法实现对广义货币100%美元准备金的问题。但此时如果出现大量广义货币索取美元的现象，则是属于银行挤兑，其后果是银行破产清算。

实际上，货币局制度下，如果当局宁愿破产清算也不变动汇率，则其后果就跟美元替代制度一样。但由于当局可以通过变化汇率来规避破产清算，因此当局在撑不住的时候，总是选择变化汇率，而不是选择破产。但也因为这样的选择，给了国际投机商博弈的空间。如果当局宁愿破产清算的话，则与国际投机商是两败俱伤，因此国际投机商失去了发起汇率狙击的动机——但这并不是说国际投机商一定不会发起银行挤兑的金融狙击。

此外，中国香港地区的货币局制度还具有其自身的特殊性。

如前所述，中国香港地区货币局制度的100%准备金，从法律上说仅仅是对发钞银行的要求，而不是对金管局的要求。发钞银行将100%美元准备金交

给金管局的外汇基金后，财政司司长有权使用这部分外汇基金，包括投资、公开市场业务和填补财政赤字。法律仅仅要求财政司司长“审慎管理”，并没有要求其对发钞银行发行的港币保持100%准备金。

在中国香港经济增长的情况下，港币的发行将越来越多，因此正常情况下发钞银行交给财政司的美元准备金也会越来越多，而且从总量上说并不会赎回。所以外汇基金只要对发行的港币保持一般银行的准备金比例就可以了。

事实上，在基础货币通过货币乘数扩张为广义货币之后，是否保持外汇基金与基础货币之间100%的准备金，并没有实质性意义。因为即使金管局保持100%的准备金，仍然不能保证对港币完全兑付。必须全方位采取系统性措施，才可能保持经济的稳定。而仅仅指望100%的准备金是不行的。

由于金管局不需要采取100%美元准备金，因此其满足日常外汇兑付之外的准备金收入就可以视为政府收入。所以中国香港地区金管局制度下，仍然可获得铸币税。其与一般央行最大的不同，是金管局的全市场港币数量受到美元储备一定比例的限制。考虑到一般央行也必须满足外汇兑换的要求，因此金管局也必须按照一定比例持有美元等外汇储备，从而损失掉此部分储备的铸币税，所以货币局制度与一般央行制度之效果不同，主要表现在外汇准备金比例大小和本币发行条件的严格程度上。

特别是在中国香港地区货币局制度下，外汇基金还可以直接弥补财政赤字，这事实上比一般央行制度更为宽松。尤其是1999年修改的法律规定财政司司长可以直接发行纸币，这更为中国香港地区货币局向一般中央银行转化创造了条件。

值得注意的是，由于发钞银行发行港币必须要有100%的准备金，所以发钞银行无法从发行港币中获得任何直接收益。这就构成了对发钞银行的限权。

以中国香港为例来看货币局制度，发钞银行虽然是一般商业银行，但金管局才真正行使中央银行职能。这也是对商业银行发钞来执行中央银行职能论调的强力反驳。

所以，货币局制度，归根结底还是一个固定汇率的问题。其他种种特殊性都是程度轻重性而已。但这仅仅是理论分析，并不是说其他种种特殊性无关紧要，因为在现实中，任何摩擦都可能导致全局性危机。

由此，货币局制度受到金融狙击就不难理解了。

第6节 瞒天过海：直逼中国本土

狙击锋芒，直逼中国。

中国此时仍在实行资本管制，外资无法对中国直接发起金融攻击。但此时亚洲各国货币纷纷贬值，人民币相对出现迅速升值。这必然使得中国出口紧缩，进口增加，严重打击中国经济。此时中国有两个措施可以选择：一个是人民币立即主动贬值。这样可以迅速恢复到亚洲金融危机前的状况。另一个选择是维持人民币的升值，但是采取措施扩大内需，以弥补出口萎缩的需求，同时调整国内经济结构，准备好如何进口以及进口什么资源，如何利用这些资源。又因为亚洲各国货币贬值是陡然发生的，为主动贬值，如果人民币暂时维持升值，还可以对亚洲诸国实施资本输出，借助发达国家迫使亚洲国家开放市场的良机，掌控亚洲国家的国内经济命脉。同时，在资本不断输出的过程中，由于人民币数量不断增大，可以实施人民币缓慢被动贬值，最终恢复中国的出口优势。

中国如果实施被动贬值措施，虽然收益不大，但无疑风险是最小的。中国将在国内经济结构调整上承担极大风险，尤其当时中国整个银行系统坏账率极高，稍有不慎就可能出现国内的信贷危机。不过，如果中国经济的掌控者对货币财政政策熟悉的话，应对这一局面并不困难。

对于西方国家来说，最理想的结局是人民币不贬值，同时中国内需进一步萎缩。这必然让中国经济处于内外夹击之中。

西方国家要做到这一点，必须双管齐下。首先，发动一场局部金融战争，迫使人民币不贬值。其次，继续实施芝加哥 boy 的战略，通过代理人向中国鼓吹教育产业化、医疗社保产业化等将政府行为产业化的方案，鼓动中国放任房价飞涨。欺骗中国人说，如果在供给弹性和需求弹性均极小的产业上提价，则人们将不得不将收入用来消费，从而刺激内需。并鼓动中国在社保体系几乎不存在的情况下，让大量员工下岗分流。为了阻止中国在科技上的投入，增加劳

动力收入，鼓吹中国应当实行低技术、低劳动力成本的比较优势理论。为了阻止中国资本控制亚洲各国，鼓动中国将外汇储备用来购买美国国债。鼓吹效率优先，拉大中国的贫富差距。通过这种瞒天过海的方式，以刺激内需的名义，迫使中国内需紧缩。当然，紧缩内需仅仅是这些措施的一个目标而远非全部。

这是一盘下得很大的棋。

中国香港，就是其中一个关键棋子。

一个国家或地区物价膨胀，会导致利率提升，并在固定汇率下吸引外资进一步涌进，然后进一步导致物价膨胀。在货币局制度下，出于对外汇使用的谨慎原则，中国香港始终保持了外汇对本币基础货币的一定比例，因此物价的膨胀并不影响此比例。但是在此比例下，物价的膨胀却使得信贷增大，未来资金偿还的压力增大。一旦经济出现波动，未来资金流缺乏，则整个社会就可能出现资金断链，从而出现信贷危机，股市下跌。而股市下跌，将使大量资金从实体经济中撤出并兑换成外汇，出现货币进一步收缩和本币贬值的压力。

经济是一个系统。东南亚国家纷纷落马，有相当一部分原因是债务和赤字严重。但并不是说没有债务和赤字，就不会发生金融危机。如果我们仅仅看到问题的表面而不深入分析经济运作的内部逻辑，就必然是盲人摸象。

中国香港正是如此。中国香港经济增长强劲，货币收入节节升高，股票市场不断上扬，由此带动中国香港的楼价在 1997 年前 10 年里上升了逾 10 倍。在此情况下，中国香港本来应该提高利率，以压低经济增长速度，减少未来的资金收入压力，但由于港币与美元的固定汇率，为防止国际投机资金流入香港地区，港币采取了与美元相近的较低利率，从而无法控制经济的膨胀。结果反而把自己的发展优势变成了一场危机。

1997 年下半年后，东南亚金融危机已经席卷东盟各国、中国台湾、韩国等。访港旅客骤减，出口萎缩。香港地区物价过于膨胀、币值高估的问题凸显出来。

如果人民币此时再贬值，必然使得港币被迫贬值。因为中国香港与中国内地联系十分密切，中国香港所输出的资金大部分在中国内地。统计资料显示，当时中国内地外资直接投资的 65% 是来自香港地区。与此同时，改革开放 20 年来，内地企业在香港地区的投资即将与英国在此实行殖民统治 100 年间英资

的积累旗鼓相当。如果人民币贬值而港币坚挺，则中国香港在中国内地的既有投资将面临亏损，中国内地在中国香港的投资将向中国内地带回巨额利润，同时中国香港失去内地旅客和对内地的出口，经济将无法维持。

在周边亚洲各国货币纷纷贬值的情况下，中国香港和中国内地相依为命。此时，港币必须与人民币同进同退。

人民币贬值，由于有资本管制，不会使得大陆暴露在金融狙击之中。而港币贬值，由于中国香港是资本开放的城市，所以必将暴露在金融狙击之下。

如果我国香港地区仿效我国台湾地区和新加坡，尽早放弃货币局制度，任由港币贬值，这场金融大战或许会消弭于无形，随后的结果可能就是人民币贬值。国际炒家经历一场没有对手的战争，造就不败神话。

但是，中国香港的经济对于内地来说已经上升到了政治问题，而国际炒家在亚洲的肆无忌惮也已经上升到了政治问题。中国维持港币和人民币的汇率并非没有机会，相反，在调控得当的情况下，维持汇率或许比降低汇率能给中国带来更广阔的空间。战争是系统工程，任何一小步都既可能是胜利，也可能是失败，关键在于整个战役如何组织。

1998 年 3 月 19 日，在北京人民大会堂，国务院总理朱镕基面对众多海内外媒体做出承诺："只要特区政府向中央提出要求，中央将不惜一切代价维护香港的繁荣稳定，保护它的联系汇率制度。"这意味着若情况继续恶化的话，国家将不惜动用储备协助特区政府。中国香港地区金管局公布，截至 1998 年 7 月底，中国香港的外汇储备名列世界第三，达到 965 亿美元，仅次于日本和中国内地。中国香港丰厚的储备为政府抗击操控市场的炒家提供了坚实的支援力量。

这明确发出了人民币和港币不会贬值的信号。

港币货币基础狭小，在中国香港和中国内地强大外汇储备作保证的情况下，维持港币币值基本上不成问题。但是金融战争照样打响。国际炒家不断放出人民币即将贬值的信号，同时又以中国香港作为人质来要挟中国，迫使中国不断否认人民币贬值，打一场维持人民币汇率的战争。而且，国际炒家还想做到：既要在这场局部战争中捞足油水，又要让中国捍卫汇率的努力成功。

在确信中国有能力捍卫港币汇率的情况下，国际炒家采取了老一套的攻击

手法，但是其目的却是全新的。那就是：在固定汇率下，大量使用衍生品借取港币，现货抛出，打压港币汇率。此时，香港地区金管局被迫抛出美元，吸收港币。港币紧缩，必然导致港币利率上升，股市下跌。然后国际炒家执行早已签署好的卖出股指远期协议，获取巨额套利。

在这样的背景下，香港保卫战开始了。

第7节　战龙在野：中国破釜一搏

在中国香港抵御金融风暴的整个过程中，中国中央政府给予了大力支持。首先是中央坚持人民币不贬值。在与国际炒家决战的关键时刻，中央政府派出两名央行副行长到中国香港，要求驻中国香港的全部中资机构全力以赴支持中国香港政府的护盘行动，成为中国香港战胜金融风暴袭击的坚强后盾。同时调动中资及外地资金入市，24家蓝筹、红筹上市公司从市场回购股份，推动大市上扬。

与以前外汇狙击不同的是，这次交锋最激烈的战场不是在汇市，而是在股市。

依据国际炒家的判断，要直接通过抛售港币动摇其汇率，在中国香港和中国内地巨额外汇储备下是非常困难的。但是如果他们抛售港币，则金管局不得不使用外汇基金承接。由于外汇基金不在银行体系内循环，这等于从市场上抽走了相应的基础货币，并通过货币乘数成倍紧缩广义货币的供给。由此提高港币利率，打击中国香港实体经济，造成股市下跌。然后他们利用远期股票合约获得套利。这是他们从欧洲到拉美再到东南亚，百行不衰的策略。这样，无论中国外汇储备多么雄厚，都将受到严重打击。

但是，中华文明的智慧再次闪现。中国香港地区政府依据货币调控原理应对，而不拘泥于已有的教条。中国香港地区政府有近2500亿港币财政储备存于外汇基金。金管局在承接港币后，将其作为财政储备直接兑换给中国香港地区政府，然后由中国香港地区政府转存于商业银行体系。这样，基础货币没有退出市场，货币并未紧缩。这一招大出国际炒家意料之外。有海外基

金竟然恼羞成怒地投诉中国香港地区政府用财政储备接港币“违背货币发行局制度的运作”。

国际炒家开始集中力量攻击我国香港股市。其手段仍然是老一套，即签署远期股票协议，再借股票抛空现货，一度迫使港股跌至6544点。

中国香港地区政府决定介入股市，根据《外汇基金条例》赋予的权力，于1998年8月14日利用外汇基金大举买入股票，抬高股市。中国香港地区政府与炒家的战幕正式拉开。

在这场保卫战中，不但有美国基金，还有大量欧洲基金入市攻击我国香港股市。事实上，从这个时候起，国际炒家已经开始失去方向。结果他们把对汇市的狙击，变成了股市上普通的攻防战，虽然规模宏大惊魂夺魄，但那不过是在中国香港地区政府规制下，与中国香港地区政府玩的一场庄家博弈而已。尤其是一旦在股市上下血本，就可能被对方拖住，除非割肉亏损，否则无法脱身，再无力直接冲击汇市。

换句话说，当国际炒家的资金被卷入我国香港股市后，即使金管局继续减少准备金率来获得港币收入，并客观上扩张港币，增加港币贬值压力，国际炒家也没有能力对汇率直接发起攻击了。而金管局增加的港币收入却可以立即用于股市博弈。

特别是国际炒家从世界各地调来狙击我国香港股市的外汇资金必须要交给金管局以兑换成港币。这事实上降低了港币贬值的压力。而且这部分外汇资金直接被金管局拥有，成为外汇储备。金管局再将此外汇储备兑换成港币，则再次降低了港币贬值的压力。然后金管局利用这些港币，与国际炒家在股市上继续对垒。

这就像吸功大法一样。

国际炒家惊讶地看到，他们调动越多的资金卷进中国香港股市，中国香港地区政府予以反击的力量就越强。中国香港地区政府的力量犹如一个黑洞，无穷无尽。国际炒家深陷股市的同时，港币贬值的压力却越来越小。

与此同时，对港币的大量需求抬高了港币的利率。国际炒家根据利率平价原理，认定港币未来的汇率会下跌，而这又使得他们判断错误。本书在利率平

价差中详细讲过，利率平价理论并不一定成立，真实远期价格与利率平价决定的远期价格是可能有差距的，这个利率平价差，就是他们以为自己掌握非对称信息能获取高额套利而付出的无风险代价。而当他们的非对称信息被证明是错误的时，利率平价差就成为他们真实的损失。况且，远期汇率与未来的预期汇率还完全不是一回事。

此时，港币利率被抬高就不一定是打压股市了。当人们预期在股市中将获得更高收益的时候，利率也会被拉高。所以利率对股市的影响不能机械地看，要看谁引起谁。在这场中国香港股市的战斗中，股市上升还是下降，取决于多空方的力量。

尤其是衍生品交易中，交易者必须要交纳市场价格一定比例的保证金。如果市场价格上扬，则资产卖方将被迫追加保证金(期权买方除外)；如果市场价格下跌，则资产买方将被迫追加保证金(期权买方除外)。如果交易者没有能力交纳保证金，则交易所将在可能对交易者不利的价格下强制买进与交易者反向操作的衍生品，以进行对冲，即强制平仓。交易者的潜在损失在强制平仓的情况下成为实际损失。因此我国香港地区政府不断拉高股市价格，并且颁布法令提高保证金比例，迫使国际炒家无力交纳保证金，以致被强制平仓。并且中国香港地区政府要求香港企业要优先借股票给政府，几大香港财团均不敢借股票给投机资金，这又使得政府在弹药储备上占据了先机。

从实际操作上来说，由于是政府出面操盘，是以国家信用作为保证，因此政府完全不需要交纳保证金。这样，无疑又可以再次降低政府的资金压力，只要一门心思将国际炒家的卖盘拉爆就行了。即使没有中国内地上千亿外汇储备的支持，国际炒家也将难以对抗中国香港地区政府借力打力的太极拳。

中国香港地区政府的强大干预，使得国际资本震怒不已。他们故伎重演，从神圣的学术界到道貌岸然的评级机构，你方唱罢我登场，向中国香港地区政府发起全方位的引诱和攻击。

美国诺贝尔经济学奖得主默顿·米勒指责中国香港地区政府入市干预股市期市是一大错误，完全违反人们以往引以为傲的自由经济原则。他怀着愤恨，直接指责中国香港地区政府高官中应有人下台。米勒接受记者访问时说，中国香

港地区政府入市干预股市期市，最终将伤害香港，而且一开始干预则不得不继续干预，全球这么多对冲基金，根本无从应付。事实给出了这位诺贝尔经济学奖获得者为何不顾学者矜持，竟然破口大骂的答案：默顿·米勒所在的对冲基金公司 LTCM(Long-Term Capital Management) 1998 年 8 月净资产下跌 44%，到 9 月，年初时在基金中的 16 亿美元资产只值 3000 万美元了。而且恰恰是在 LTCM 濒于破产的时候，美联储组织银行财团注资近 40 亿美元，挽救了 LTCM。

标准普尔 8 月 31 日降低我国香港外汇主权评级，宣布将我国香港的长期外汇及短期外汇评级分别由 A + 和 A1 + 降至 A 和 A1。同时将港元长期评级由 AA - 降至 A +，将港元短期评级由 A1 + 降至 A1。长期评级展望则转为负面。标准普尔还表示，如果港元的联系汇率动摇，或者中国香港地区政府的行动进一步削减对港元的财政支持的话，它有可能在短期内再次调低评级。

《亚洲华尔街日报》报道，中国香港地区政府是拿其名誉做赌注。这或许会使一些投机者知难而退，但国际投资家将会怀疑我国香港坚持自由市场原则的决心，这将对我国香港经济造成长远的伤害。他们认为刻意托高股价阻碍了股市自由运作的能力。

但无疑，亚洲国家从中国香港保卫战中已经开始醒过神来，再也不信西方代理人的迷魂汤了。马来西亚政府宣布外汇管制，中国台湾也宣布禁止购买索罗斯旗下的基金，并宣称如有必要将入市干预。亚洲国家和地区已形成对对冲基金等国际炒家的围剿之势。国际炒家在亚洲市场的逐渐失利威胁到了美国经济，美联储前主席格林斯潘不得不降低利率，以挽救市场。美元利率的降低使得美元回软，也令整个亚洲国家的货币贬值压力大大减轻，国际炒家冲击我国香港的能量已经耗尽。1998 年 9 月初开始出现大量远期美元沽盘，投机者开始平仓离场。中国香港保卫战取得最终胜利。

这是一场看得见的局部战争的胜利。

但是，在一个更大的战场上，国际资本的目的却达到了：在迫使人民币不贬值的情况下，以刺激内需的名义，诱使中国采取有损内需、走粗放型发展道路的措施。

这对中国的损伤并不亚于经历一场惨烈的金融危机。出口利润剧烈减少；

外汇投入美国国债之中，完全没有执行资本输出的职能；房地产、教育、医疗等小弹性产品挤压人们的收入和消费，内需进一步萎缩；在缺乏社会保障体系的情况下，大量员工下岗，使内需进一步紧缩；比较优势理论又鼓吹降低中国劳动力成本，压低人们的工资，这一方面使得大批劳动者的素质难以提高，造成高素质人才稀缺、低素质劳动力远远过剩的局面，另一方面倍加紧缩内需；鼓吹中国应降低科技投入，使得中国走上高耗费、粗放型的道路；鼓吹中国依赖外资，引进设备，使得中国在缺乏对设备的起码研发的情况下引进高生产率的设备，而中国对这些设备的操作却完全是傻瓜式的，除了充当别人的车间外，谈不上什么实质性的科技进步，导致了对民族产业的严重排挤，和资本密集型、劳动节约型产业的出现，失业压力更为严重。20 世纪 90 年代以来，中国研究开发投入占 GDP 的比重基本维持在 0.65%左右的水平，而发达国家的此项指标一般在 2%左右。中国 1998 年以后的几年里，都处于这种内外煎熬之中。

中国香港金融保卫战胜利了，但是暗处的第五纵队却让中国在大棋盘上连连失子。拉美化的警钟开始敲响。

但是，中国与拉美国家有一个最大的不同，就是虽然国际资本不断寻找代理人游说开放资本市场，而且中国也在逐渐开放，但由于历史的原因，开放的幅度相对还是较小。内需虽然紧缩，但资本却不能顺畅地流出中国，必然在中国积累起来。而中国政府又使用西方经济学理论，动用货币政策和财政政策，不断扩张政府投资。新增投资有两个效果：一个是短期内增加工资绝对量(但并不一定增加工资相对量)，一个是增加投资品需求。工资增加导致消费需求增加，投资品需求增加导致投资需求增加，从而在短期内刺激经济。新增投资虽然在短期内是资金向消费和资本两端的投放，但投资周期过去后，新增投资就有产出，将要求更多的投资回报，更大的总需求。在中国投资消费比极大的情况下，这更大的总需求无疑是不存在的。此时就会出现经济的再度萎缩。政府不得不再次采取扩张性财政政策，继续增加投资，寻求短期内的经济起色。这样，经济就进入了循环的波动过程。

这样的后果就是储蓄越来越多，消费比例越来越少。2007 年中国的储蓄率占 GDP 的 60%以上，消费率只有 40%多一点。而国际平均水准是储蓄率为

20%左右，消费率为80%左右。如此高的储蓄率，必然导致资源的极大浪费，闲置资产数额增大，固定资产折旧占GDP的比例不断扩张。但虽然有巨大的资源浪费，在国家财政政策的强力拉动且对外投资不畅通的情况下，高储蓄必然导致高投资，由此使得中国经济高速粗放增长。高速粗放增长导致高速的高资源耗费低质量产出，在内需萎缩压力下被迫低价出口。出口价格过低、产品物质成本过高迫使中国进一步降低劳动力成本，这反过来又降低了国内需求，进一步增大了出口压力。这将迫使中国不断降低汇率。但此时降低汇率，是内外交困时被迫主动降低汇率，使得出口产品被严重低估。这样，高储蓄率导致经济高速增长和高出口增长、高汇率贬值压力，而国内人民收入却不能同步提高。为了平衡贸易，高出口增长必然导致高进口增长，由此对本国产业形成挤压效应，并在净出口占GDP比例较小的假象下形成庞大的外向型经济循环体。与此同时，无法通过进口冲销的出口部分形成顺差，累积起来成为外汇占款，使得外汇储备规模越来越大。

中国货币总量过剩的经济，正说明中国出现了现实积累的停滞，部分信贷冲销难以完成，投资无法获得正常收入的情景，而并不是资本真的过剩了、中国企业的资金真的处于绝对充盈状态。一旦这样的加速增长放缓，大规模金融坏账就可能出现，这将使得中国的失业货币不断增加。

随着中国资本市场的逐渐开放，对国外资金和技术的引进蜂拥而上，中国的产业逐渐在被外资所控制。2001年中国正式加入WTO后，收购已经取代投资建厂从而成为外资进入中国市场最重要的方式。[1]根据国家统计局的工业统计数据，2004～2006年间，规模以上工业企业中，外资企业实收资本净利润率

---

[1] 2005年，国内并购案创纪录地达到1251宗，数量上，外资占比在10%以上，而且外资的收购标的额平均高出内资收购的50%。国务院研究发展中心发表的一份研究报告指出，在中国已开放的产业中，每个产业中排名前5位的企业几乎都由外资控制；中国28个主要产业中，外资在21个产业中拥有多数资产控制权。比如玻璃行业，该行业中最大的5家企业已全部合资；占全国产量80%以上的最大的5家电梯生产厂家已经由外商控股；18家国家级定点家电企业中，11家与外商合资；化妆品行业被150家外资企业控制着；20%的医药行业在外资手中；汽车行业销售额的90%来自国外品牌。据国家工商总局调查，计算机操作系统、软包装产品、感光材料、子午线轮胎、手机等行业，外资均占有绝对垄断地位。而在轻工、化工、医药、机械、电子等行业，外资公司的产品已占据1/3以上的市场份额。

高达19%。按照这一收益率，2004～2006年外资企业在中国的投资收益分别为697亿美元、849亿美元和1050亿美元。按照商务部的统计，2004～2006年中国实际引进的外国直接投资分别为606亿美元、603亿美元和630亿美元。外资投资收益已经开始大于外资流进。

国外投机资金已经有条件通过各种手段潜伏进来。这使得中国的外汇储备剧烈增加到现在的13000多亿美元。这也剧烈增加了基础货币的供给。

大量失业货币和独立货币的供给，使得央行贴现政策失效，因为市场主体不需要向央行寻求资金供给。

巨量失业货币和独立货币在经济低迷时缺少投资机会，往往会转向房地产等供给弹性小的稀缺性资源的投资以保值增值。因为供给弹性小的稀缺性资源的供给不足，所以不容易贬值。由此抬高稀缺性资源的价格，获取高额地租。稀缺性资源价格的提高，将提高使用这些资源的正常生产和生活的成本，由此将形成成本推动型通货膨胀。此种通货膨胀没有增加生产，甚至可能减缩生产，所以是“滞胀”。

此种通货膨胀扩张到其他成本上时，将引起对上游资本品需求的增加，并通过其他资本品需求增加，部分转化为消费类货币形态收入。由此开始转化为需求和成本共同作用的通货膨胀。这种通货膨胀在短期内会伴随消费品生产的增长，但是它主要的作用是使得通货膨胀比纯粹成本推动型通货膨胀扩展得更快，能够迅速扩展到消费品的价格上涨。最终整个社会的物价全面上涨。

物价的上扬使得名义利率提高，吸引国外资金流入兑换成人民币以套利，这就增加了人民币的升值压力。如果人民币维持汇率不变或者缓慢升值，则国际投机资金将继续涌进获得套利，并进一步扩张中国的货币供给。如果人民币剧烈升值，则流进的国际投机资金将迅速流出获得巨额套利。并且，就像历次金融危机一样，国际炒家可以大量签署远期衍生品协议，并大量借人民币来抛售，调动数以万亿计的人民币来冲击中国外汇储备。一旦中国外汇储备失守，人民币必然大幅贬值，然后国际炒家执行衍生品协议，实现套利。同样，在攻击过程中，人民币利率将迅速提升。在中国股市大跌时，国际炒家可以构建股市衍生品，实施全面狙击。

在这场攻击中，即使中国政府不顾法令的约束，采取与香港保卫战同样的策略，将赎回的人民币转存入商业银行，以降低利率，也将无济于事，甚至可能使情况更糟。因为这样低的利率将使得国际炒家借人民币的成本更低，而中国高估的人民币对外汇储备的威胁远比香港保卫战时港元对外汇储备的威胁大。

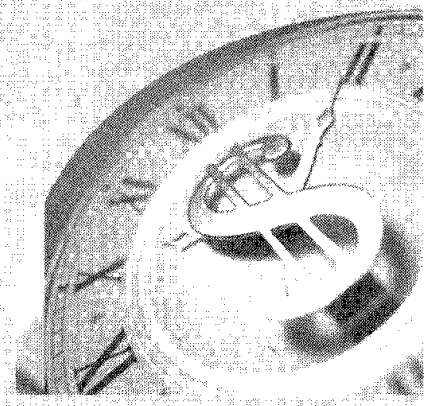
因为此时，问题的核心在于：中国巨大的过剩货币量与外资的自有资金合在一起，再加上人民币升值，足以摧毁中国的巨额外汇储备。而当时的香港保卫战中，过剩港币并不多，港币一直维持稳定的汇率，且受到香港和内地两者的巨额外汇储备保护，国际炒家没有能力撼动汇率，因此才把火力集中在我国香港股市上。

同时，国际炒家及各方资金将从中国房地产、股市撤出，这就会进一步引起房地产和股市的全面下滑。

中国，将在拥有巨额贸易顺差和巨额外汇储备下受到狙击。

第七部分

中国：决战未来



导读：

中国在解决当前面临的种种经济问题时，采取什么样的措施决定着中国将来在世界的经济地位。削弱国际炒家力量，对外寻找盟友，突出欧元与美元的争锋之势；平衡国内经济，汲取历次金融危机中的教训，在国际炒家动手之前以退为进，把危机扼杀于摇篮之中。

第1章 战略布局

美国在国际金融市场上呼风唤雨，与其对国际金融交易的秘密监控不可分离。2007年7月，比利时副首相兼司法大臣翁凯兰下令对美国政府秘密调查全球金融交易信息一事进行调查，并要求出具详细报告，以判定这种做法是否符合比利时法律。此前，美国《纽约时报》曾披露，2001年“9.11”事件后不久，美国政府以反恐为名，秘密通过设在比利时的一家名为“环球银行金融电信协会”的国际银行信息数据中心监控全球20多个国家近8000家金融机构的交易情况，每天遭到监控的银行交易记录高达1270万个，涉及资金约6万亿美元。这一秘密项目至今已进行了近5年，由美国财政部主管并中央情报局操作。

2007年6月26日，布什在白宫的新闻发布会上强烈批评美国新闻界。他表示，美国政府秘密调查全球金融交易信息项目是在法律范围内进行的，得到了国会的授权，而一家报纸泄露了政府的这一计划，“这一行为是可耻的，也损害了美国的利益”。

事实证明，经济自由化或者金融自由化，仅仅是美国等发达国家欺骗并掠夺发展中国家的手段。日本经济泡沫破灭和亚洲金融危机时，美国批评亚洲国家银行体系不透明，延缓坏账摊销，政府干预违反市场经济原则。但是，在今年的次贷危机中，美国政府主动营救美国华尔街第六大投资银行贝尔斯登；通过联邦住房银行将房地产事实国有化；美联储违反美国宪法购买住房抵押债券；默许大银行不必满足资本充足率监管；美国证监会更改债券资产估价的会计准则；美国财政部推行美元贬值策略，向世界各国转嫁次贷损失。所有这些行动，都直接违反了美国一直倡导的所谓自由市场经济准则。其只许州官放火，不许百姓点灯的嘴脸暴露无遗。绝对奉行计划经济是错误的，但如果还有人盲目相信西方经济学所鼓吹的经济自由，最后的结局很可能是死得不明不白。

与此对应，中国理当采取与美国同样的措施，而绝不能被美国所谓的金融自由化蒙蔽了双眼。

第1节 准进不准出

随着人民币升值，国内外资的利润增大，中国过剩货币总量的进一步扩张，通货膨胀率的上扬，出口的减少，经常贸易账户逆差的产生，国外炒家将有充足的弹药发动对中国的金融狙击。

中国目前的资本管制无法有效管制投机资金通过各个渠道的渗入。通货膨胀下的高利率，人民币升值预期，都是政府难以逆转的因素。索性继续此政策，坐等外资继续涌进。同时加大资本流出的监控力度。当然，也可能无法有效管制投机资金通过各种渠道的渗出，但只要有效防止投机资金瞬时大量逃出中国就可以了。此谓之“准进不准出”。

第2节 主权基金输出

在防止投机资金瞬时大量逃出中国的同时，中国应妥善利用好渗透进来的外资。因为国外资金进入中国，要将美元兑换成人民币，被兑换掉的美元就成为中国的外汇储备。只要外资不将人民币再兑换成美元，中国就可以利用这部分外汇储备。在人民币过高升值的情况下，投机资金继续涌进中国，必然使中国获得套利，套利价值为币值高估部分(为简单起见，暂时不考虑利率差)。中国可以用套利部分去国外投资。此投资视情况，以亚洲国家为重点，巩固亚洲基础。同时也不放弃向欧美购买实业。对于国内为外资控制的重要企业，中国可以先对外资设置技术性经营障碍，然后使用外汇储备将其低价买回。同时，由于人民币升值受到打击的出口产业，如果必须给予救援的，可以给予一定补贴。

至于贸易顺差获得的外汇，其中有将近一半是国内外资的收入，可以根据中国自己的目标汇率确定留存余额，剩余部分由中国对外投资。顺差中的另一半是国内企业的收入，可以根据国内企业兑换美元的频率确定留存余额，剩余

部分由中国对外投资。

最理想的情况是，中国对外投资的美元最后都通过各种途径流回美国，使得美国通货膨胀，迫使其提高利率，让美元升值，以减少人民币的升值压力。美国目前狭义货币总量才13000多亿美元，如果折算成基础货币，不过几千亿美元。因此向美国流几千亿美元进去，完全可能撼动美国的物价水平。

外汇留存部分是纯粹的外汇储备，以作为维持中国目标汇率的强大保证。为保证其收益和增加安全性，可以将此部分外汇用来分散购买各国国债、黄金等容易变现的产品。

在中国对外投资中，尤其是对美国的投资，必然受到美国的强烈反弹，因此是风险极高的事情。但中国只要对美国弹性小的资源哄抬标价，哪怕并不实际购买，也可以迫使美国出现成本上扬的滞胀。若是中国联络亚洲国家共同对美国哄抬物价，则美国必受震撼。

当前美国出现了次级贷款危机。其原因是买房人以购买的房子作为抵押，以分期付款的方式向信贷公司贷款买房。然后信贷公司将附抵押的贷款现金流作为资产卖给投资公司，获得现金收入，继续向下一个买房人进行信贷。而投资公司获得的附抵押贷款由于有住房作为抵押，因此风险很低，可以作为优良资产在市场上销售。然而，一旦资金链断掉，就将导致全面的崩溃。

不过，虽然美国出现了次贷危机，解决次贷危机的办法也是有的，包括降低利率和对亏损公司直接注资。美国政府正是采用了这两种办法。这必然导致美国流动性过剩，美元有进一步贬值的压力，美国企业价值降低。中国主权基金应该跟进，购买美国较大规模企业的资产。

次贷危机对美国来说，不过是隔靴搔痒。考虑到美国广义货币总量仅仅占GDP的50%～60%，其完全有扩张货币来解决次贷危机的空间。美国的实体经济仍然是健康的。在发生次贷危机的同时，其金融之外的企业却取得了更好的财务业绩，跨国公司的全球利润持续增长。谁要是看不到这个，而被各种各样的危机声音蒙蔽，就必然对美国经济判断失误，甚至可能重蹈美日之战时，日本过早抛弃美国资产的覆辙。

第3节 打压房地产

投机资金涌进中国，首先占有中国弹性小的资源，例如房地产等。如果中国采取扩张货币、通货膨胀策略，以稀释投机资金手里的人民币价值，则他们占有的房地产等小弹性产品价格膨胀将最为厉害，他们手里的人民币非但没有降低价值，反而获得巨额收益，从而为发动金融狙击提供能量。所以，要稀释投机资金的价值，必须首先打压他们控制的实物资产价值。同时，打压小弹性实物资产的价值，也就是降低中国正常产业的上游成本，提高中国正常产业的发展能力。

对房地产的打压，可能在短期内出现经济动荡。因为大批在此投资的人将会损失惨重。但就整个国民经济来说，未必会出现动荡。因为房地产价格的下降，有利于房地产的供给增加，从而提高房地产整个产业链的运作效率。作为一个公开的秘密是，房地产的成本远远低于售价。因此房地产价格下降，供给增加，对房地产产业链是利大于弊。

值得一提的是，打压房地产，如果不采取行政管制，而仅仅试图通过市场方法进行调控的话，就必须注意其地租的特征。增加房地产的初始成本，必然导致房地产价格昂贵；增加房地产持有成本，才能使房地产价格下降。所以，征收同样价值的费用贴现值，应当降低房地产的初始费用承担，提高房地产建成后的物业费或空置费。

第4节 健全社保扶持实业

无论如何，对房地产的打压不可能没有任何经济上的风险。因此建全社保体系，从需求端扩张购买力，刺激中国正常实业的发展，可以成为房地产被打压后的替代。

中国同时应加大对科研的投入。在长期内，这是中国核心竞争力所在。短期内，巨额的科研投入因为主要用于人力成本的支付，所以可以扩张就业，转

化为消费需求，促进中国正常实业的发展。

在外资控制产业上的打压，与消费一端的财政货币扩张，必然稀释外资资金价值，提高中国储备汇率，降低其发动金融狙击的能力。

消费内需的刺激也可使得中国产业对外依存度降低，进出口减少，尤其是出口不再高度依赖国际市场。这会为今后汇率的调整打下基础。

以上措施所需资金可由政府发行国债筹集，实质上是国债与货币发行的互换。中国高速增长的经济和巨额储蓄率完全有能力做到以上各点。13000 亿美元的外汇储备给中国提供了 80000 多亿人民币的基础货币，也并没有让中国出现不可抑制的通货膨胀。如果我们降低几千亿美元的外汇储备，减少的基础货币供给量由中国自己发行货币来替代，则不会对中国物价水平有特别大的威胁。

中国同时应采取对高能耗、高物耗的产业限制出口的政策，扩大国内的产品供给量，以控制物价水平。增加对资源、技术的进口，以泻出物价水平。同时，出口量的降低，必然导致进口量的降低，从而刺激本国产业发展。

在对需求端扩张货币的时候，物价水平如果出现过快上扬，则可以适当提高银行利率，紧缩信贷。由于需求端不断注入货币，因此这种信贷紧缩不会形成产业链的资金偿还危机。

总之，中国应当保持可控的通货膨胀，稀释外资在中国的资金价值，降低中国正常产业运作的成本，将中国经济调整为内向型经济。

第 5 节　可控通货膨胀与人民币缓慢升值并存

在采取前面所说的办法的同时，中国应实行可控的通货膨胀策略，此时其名义利率的提高必然导致人民币升值压力始终存在。人民币可以顺应这种压力，缓慢升值，哪怕人民币远远高估也不要紧。注意，这里说的缓慢升值并不是缓慢匀速升值，相反，小步跳跃也是一个可行的选择。

之所以要让通货膨胀和人民币升值并存，原因在于，通货膨胀可使得人民币贬值的基本面越来越大，而人民币过高升值可使得人民币未来贬值的空间越来越大。

随着人民币过分高估，中国应当睁大眼睛盯着衍生品市场，看是否有大量的人民币远期沽空协议。一个最直观的指标就是利率平价差。即如果人民币的远期汇率与当期利率之和远远小于美元等外汇的当期利率的话，金融攻击可能就已经在开始酝酿了。从远期协议签署的执行时间可以大致判断金融攻击将可能大规模发起的时间。在大量衍生品协议签订之前，中国应当先下手为强，采取应对措施。如果犹豫不决，被外资签署巨量远期协议，则为时晚矣。

第6节 推迟衍生品开放

中国目前开放了期货市场，股指期货正在酝酿之中，期权也正在讨论之中。如果中国有足够的信心控制衍生品市场，那么尽快开放是没有问题的。如果中国决策优柔寡断，不敢承担破坏市场的骂名，则应当想办法推迟衍生品开放的时间。

原因很简单：如果国内没有衍生品市场，则投机资金无法在中国签署远期协议。如果发现大量资金流出中国，对外汇储备造成压力，则人民币可以果断贬值。由于中国前期已经有长时间的通货膨胀，使得人民币具备贬值的基本面，又因为人民币长期过高升值，使其具备剧烈贬值的空间。这样，将使得流出中国的外资付出巨大代价。但是，如果其早在贬值干预之前就签署了远期协议，则中国的贬值将使得投机资金赚取巨额套利。

所以，在缺乏衍生品的时候，中国可以等到投机资金发起金融狙击之时才让人民币剧烈贬值。这是一种被动策略。但是在有充足的衍生品的情况下，中国必须在投机资金大量签署远期协议之前就先动手贬值，否则后果不堪设想。但无疑，先动手的政治风险也是巨大的，因为这意味着决策者将一个表面上看来大好的经济一手掀起巨浪。尤其是此策略损伤的并不完全是投机资金，也将损伤部分国内人民和企业。

故为保险起见，建议中国推迟开放衍生品的时间。因为巨额投机资金已经被引诱进中国关起来，对它们实施全面剿灭的时间不会太长了。推迟两年左右，对中国也不会产生损害。衍生品在当前，只能成为国际投机资本发起金融

攻击、摆脱其被歼命运的武器而已。

注意，本书对衍生品开放说的是“推迟”，而不是永远“禁止”。推迟到什么时候？推迟到这场金融大战发生以后。等到金融市场重新洗牌时，中国必然也要发展自己的衍生产品市场。但那个时候是以熟练玩家和制定游戏规则者的身份出现，衍生品将为我们服务，而不是为外资服务。

第7节　外资引进原则：压强敌扶弱友

中国对于境外投资不应抱着一概排斥的态度，而应当进行甄别，压强国扶弱国，尤其是扶持列为同盟国家名单的发展中国家。其中以亚洲国家为核心，非洲、拉美国家为外围，鼓励他们对中国直接或者间接投资。但是要对其公司的股份进行严格审核，确保没有西方强国的背景。其目的在于将同盟国家的经济利益与中国的国内利益捆绑在一起，使得他们支持中国未来在金融战中的行动。同时为构建亚洲货币秩序打下基础。

亚洲国家力量微弱，不大可能主动对中国发起金融攻击，其对中国的投资，也构不成对中国主体利益的威胁。他们对中国的投资以及中国对他们的投资，最终将成为他们与中国联盟的坚实基础。

第8节　让欧洲知道真正的敌人

如前所述，欧元货币体系具有天然的滞后性和不稳定性。为了实现其经济的正常发展，将不得不采取贬值策略；而为了抑制贬值，又将不得不承担经济紧缩的后果，从长远来看，将出现升值压力。

但是，在对待金融冲击上，欧洲各国央行又形成了囚徒困境，谁率先采取与金融冲击的对抗措施，谁就将付出最大代价。

由此，将会出现这样的场景：为了刺激欧洲经济的发展，欧元采取低息策略，这导致了欧元的贬值。低息导致国内资本扩张，贬值导致出口增加，出现国内通货膨胀，迫使欧洲央行提高利率。利率提高对欧洲经济形成打压，形成

欧元的潜在贬值压力，但是高利率却能吸引投机资金涌进，出现滞胀，并出现表面化的升值压力。欧元违反经济基本面的升值将打压本国实体经济，削弱欧洲的出口能力，并可能出现投机资金流入套利，从而埋下金融危机的种子。而一旦金融危机真正出现，大量资金朝外流动，欧洲各国银行将莫衷一是，丧失反应时间。

美元相对人民币贬值的速度快，而相对欧元贬值的速度更快。2007 年 9 月末，人民币对美元升值超过 10%，而对欧元累计贬值近 6%。相应的，中国对美国出口份额逐渐下降到 21%左右，中美双边贸易总值为 2481.9 亿美元，增长 15.7%；1～10 月，中欧双边贸易总额为 2875.2 亿美元，增长 27.5%。

所以，欧洲事实上面临着比中国更加严峻的困境。欧元不断的升值和通货膨胀并重，将给欧洲经济带来沉重打击。

如果你被老虎追，你不需要比老虎跑得更快，你只需要跑得比你的同伴快就行了。欧洲现在已经失去了与美国对抗的信心，转而和美国结为一伙，向中国施压，希望人民币升值，以作为替罪羊。因为一旦人民币进入相对欧元升值的路径，则将降低对欧洲的压力，国际投机资金将重点流向中国，迫使中国通货膨胀加剧，危机升高。同时也能解决欧洲对中国的贸易逆差问题。甚至，欧洲投机资金还可能与美国投机资金一起，在中国分一杯羹。

所以，2007 年 11 月 28 日举行的第十次中国与欧盟领导人峰会上，欧洲央行行长特里谢、欧元集团主席容克、欧盟经济和货币事务委员阿尔穆尼亚组成的欧元区“三驾马车”与中国对话，表明了他们敦促人民币升值的强硬立场。

但无疑，一旦中国在金融危机中被摧毁，美国的下一个目标就必定是欧洲。因为美国决不允许一个强大的欧元作为世界货币出现。欧元体系自身的弱点将成为美国攻击的目标。

中国应当通过各种途径和形式，指出美国真正的敌人是欧元货币体系。如果中国一垮，则美元力量将集中精力对付欧元，欧洲经济危机就会重演。并且中国应该向欧洲明示或暗示，中国出口获得的欧元逆差将主要用于购买欧洲债券。中国将尽量避免欧洲出现流动性过剩，帮助欧洲稳定国内通货。中国的主权投资基金将会尽量避免针对欧洲的哄抬物价，不从事扰乱欧洲金融市场的活动。

而在实际上，中国应注重控制欧洲的实业，例如精密机床等，要闷声发大财。

中国要向欧洲指出，问题的根源在于美元的贬值，迫使中国不得不跟着美元相对欧元贬值。一旦美元恢复正常币值，人民币将随着恢复正常币值，停止对欧元贬值，甚至可以适当升值。而且，中国已经做了最大努力，在美元严重贬值的情况下，大大缩减了相对欧元的贬值幅度。

中国可以跟欧洲达成秘密协议，支持欧元成为与美元对等的世界货币。

欧元暂时不出现危机，对于中国来说也是有利的。因为欧元也是中国的一个避风港，欧元也是中国外汇储备的重要成分。同时，一旦欧盟先于中国出现危机，则欧盟将被迫与美元结成联盟来攻击人民币，使得局面复杂化。

因此，应当使得欧洲金融危机发生在中国的战略决战之后而不是之前。至少让欧洲抱着坐山观虎斗的心态。

第2章 战略决战

采取以上措施后，战略布局就基本完成。下面的任务就是实施战略决战。

第1节 以退为进

三军戒备

经济战的基础是军事力量的强大。中国历史上屡次有高度发达的经济却被外来蛮族以武力征服的案例。中国要想打赢这场货币战争，必须有军事上的警戒和威慑。

外交斡旋

中国应在战争爆发之前展开外交斡旋，诉苦中国的财政赤字不断扩张，外贸逆差扩大，通货膨胀高居不下，以寻求世界同情。但是对人民币是否贬值不应给出任何明确的承诺，保持模棱两可的态度即可。

中国之前已经注意对亚洲发展中国家以及非洲、南美友好国家的资本适当相互开放市场，使得这些国家在中国国内具有共同的利益。人民币的贬值，对于他们在中国的企业也具有好处。中国应充分利用这些国家在中国的企业力量，游说各国支持中国的政策。

欧洲虽然是中国争取的同盟，但它们不是中国可靠的盟友，仅仅是相互利用的关系。中国只需要向欧洲不断诉说自己的苦境就行了，不用和它们交换太多金融政策问题。即使交换，也是以向它们承诺扶持欧元成为世界货币为主。

剧贬人民币

在所有准备工作完成后，中国应紧盯外资资金的流出情况，以及衍生品市场的卖出协议签订数量、利率平价差。一旦发现有资金流出的大幅增加，或者人民币的远期价格急剧下滑，则应果断宣布人民币大幅贬值，一步到位到目标

汇率上。

中国奥运会举行完毕后，一轮经济增长周期结束。经济放缓的时候，就是中国流动性过剩加强、外资可能发动金融攻击的时候，同时也是中国可以静下心来完成国内经济结构调控的时候。所以，2009年或许就是双方短兵相接之时。

关门打狗

人民币的剧贬使得国际炒家手里的人民币价值急跌，其可以兑换的美元等外汇数量急剧减少。又由于中国早已在衍生品市场做好了迎战准备，使得国际炒家没有了可以设伏的工具。这样，就可以使数千亿美元的投机资金被“关门打狗”。

等到国际炒家低价割肉退出中国，中国可以略微回调人民币汇率，以增强人们的信心。但由于中国的物价水平已经提高，所以人民币基本保持在目标汇率上就可以了。

第2节　群雄逐鹿

总的来说，这场战役酝酿之时，中国的所有外在经济特征，除了有形式上的巨额外汇储备外，一切都与拉美、东南亚危机之时的危机国家类似。形式上的巨额外汇储备容易让中国麻痹，而中国经济特征与危机国家类似，又将使得国际炒家被麻痹。

以上策略并不是凭空构想出来的。大家可以去看本书前面所述的美、日之战，美国当时的经济状况与中国极相似。而美国就是采取这种方法摧毁了日本在美国的投机和投资。

此场金融决战，欧洲最初可能会强烈反应。因为人民币的剧贬从短期来说不符合欧洲利益，欧洲的出口将受到严重影响；由于市场驱使，在中国参与金融投机的欧洲炒家也将会受到严重损失。但随着美元遭受损失的严重，中国可以说服欧洲再来一次与虎比赛。即：欧洲不要看自己损失了多少，而要看自己在世界格局的货币地位提升了多少。美元由于遭受中国的阻击进一步下滑，而人民币也萎靡不振，在中国的支持下，欧元地位将大大加强，取代美元成为世

界货币成为可能。这样，欧洲国家对这场金融决战就会由最初的强烈抗议迅速转变态度，成为中国的实际支持者。

而人民币在金融决战后，短期内的确是处于低谷，但由于本国物价已经上扬，所以币值并没有低估太多。欧元的强大必然使其正面与美国交锋，中国则可以隐藏在幕后，壮大自己的力量。

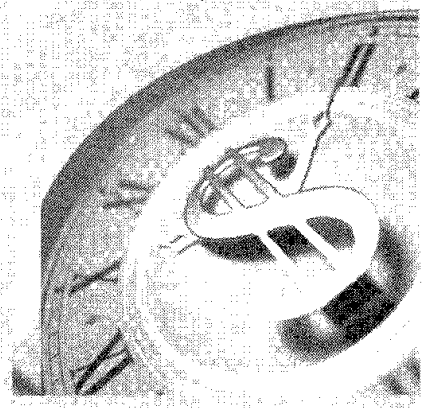
美元战略收缩，欧元趁势突进。趁着宝贵的时间，中国应抓紧时间，建立科学监控下的资本开放制度，促进亚洲经济一体化，以人民币作为亚洲国家通用货币。首先扎实打好人民币在亚洲国家的可自由兑换基础，逐渐过渡到科学监控下的自由兑换。由此完成亚洲货币秩序建设。

中国还应注意培养民间金融狙击队伍，直接参与美国、欧洲等世界范围内的金融投机。

由此，世界上将有美元货币体系、欧元货币体系和亚洲货币体系三大体系并立，形成三足鼎立之势。新的一轮博弈将重新开始。

第八部分

亚洲货币新秩序



导读：

固定汇率制度和浮动汇率制度，都有其固有缺陷；恢复金本位制度是笑话；推出新币种——亚元更是不可能。要建立与美元、欧元抗衡的亚洲货币体系，维护亚洲乃至中国的利益，应当重在集中力量抗衡危机冲击机制上，建立具有东方特色的骑兵阵。采取小稳大动的货币策略，加强亚洲各国横向和纵向的经济融合，是建立这种货币新秩序的根本保证。

第1章 人民币之锚：小稳大动

欲建亚洲货币新秩序，必稳定人民币；欲稳定人民币，必稳定国内经济。

人民币之锚，就是中国国内经济基础。在没有出现结构性危机的情况下，中国国内可贸易部门温和的物价水平就是人民币汇率确定的基准。而在出现结构性危机的情况下，就不能拘泥于汇率确定的单个指标，而应该结合中国经济调控的战略目标来确定汇率。

亚洲各国的利率水平不同，必然导致各国汇率出现偏离。在一般情况下，可以在协定的自由浮动区间，通过汇率浮动来解决此问题。

牺牲人民币利益来维护亚洲利益是不可取的。但是人民币经常不稳定，也是不可取的。人民币的调整应采取小稳大动的原则。小稳，就是在小风险时，人民币保持稳定，并且即使风险在积累，人民币也应沉住气，保持稳定。大动，就是在遭受剧烈金融攻击或者长期的风险累积到接近临界点时，人民币应果断采取行动，迅速平息危机，不可拘泥于汇率稳定的教条。

小稳，可以使人民币在长时间内维持稳定币值，增强信誉，成为亚洲货币。

大动，往往是要经过很长的危机积累时间才会发生。以中国庞大的经济体，一场大危机的酝酿至少要5~6年。每隔5~6年一次的大调整，容易使人们淡忘，不会损及人民币的长期信誉。

从美元采取的策略来看，其也是采取了小稳大动的策略。即保持较长一段时间的稳定，然后突然调整汇率，发动一场金融攻击或者解决自己的金融危机，之后又保持一段时间的稳定，以淡化人们对美元不稳定的印象。

任何一种货币，企图通过永远的币值稳定来通向世界货币之路，都是错误的。因为一旦币值稳定，就会引起人们持有的渴望，而这种持有很可能超过货币本身的容忍度，诱发经济不稳定。所以，真正的世界货币之路，必定

是采取小稳大动策略，在长期内稳定币值，在积累风险的实质下给人们信誉卓著的假象，然后在短期内大幅变化币值，获得套利消除风险。之后，继续这种游戏。

第2章　加速亚洲经济交融

一个地区货币体系的稳定性并不取决于这个地区各个国家的经济结构是否相同，而取决于这个地区各个国家的经济利益是否趋同。这主要体现在两方面。

首先，在产品市场上，体现在产业结构的互补上。如果两国的产业结构相同的话，往往会导致产业竞争，出现价格战，从而出现汇率竞争，反而使得货币体系不稳定。相反，如果这两个国家的产业结构互相补充，更有利于货币体系的稳定。

其次，在资本市场上，体现在资本市场的相互交融上。例如，中国国内允许亚洲国家进入投资，则在中国的亚资将具有和中国其他产业类似的货币利益。反之，亚洲其他国家中有中国投资，也有利于中国力量在这些国家的体现。

所以，形成亚洲国家之间纵向的产业链关系和横向的资本控制关系，是稳定亚洲货币秩序、协调一致的物质基础。

但是，经济交融化不是经济自由化。任何时候，中国都必须对经济交融的情况有充分的认识。向亚洲国家开放市场，并不是说任由亚洲国家乱搞一气。即使我们对亚洲国家放心，亚洲国家背后的发达国家的影子我们还不放心呢。经济交融的目的是维护中国的国家利益，而不是虚无缥缈的自由。再换句话说，经济自由的目的也是维护中国的国家利益。

所以，在产业结构上，亚洲国家应彼此开放产品市场，中国则应力图占据产品链的高端。在资本结构上，中国应在不影响国计民生的非战略性市场上允许并支持亚洲国家的进入。同时，中国应力图在亚洲国家战略性产业上发挥资本的积极性。

第3章 创建亚洲货币基金组织

中国的区域已经十分广大，自身就已经能形成独立的区域经济。建立欧盟那样的中央银行体系，事实上是把中国和亚洲各国的命运捆绑在一起。无疑，在这个体系中，中国和日本的实力最为强大，因此可能占据主导地位。但也因为亚洲其他国家经济管理能力还不足以信赖，经济发展程度参差不齐，中国要为落后国家承担责任，因此会使自己的财政政策和货币政策受到限制，拖累自己的发展。从欧盟的货币体系来看，各国分立的中央银行下的统一货币将使得重要的财政政策被封杀，导致高昂的资本成本和从紧的货币政策，迫使亚洲各国成为高赋税国家，无疑是不现实的。事实上，亚洲各国是否有能力认识到欧盟货币体系的这些缺点都成问题，就更谈不上避免这些缺点了。

当然，实行简单的固定汇率制度也不可行。固定汇率制度下，亚洲国家很容易被外来资金冲击得七零八落、损失惨重。

所以，亚洲国家最理想的办法是仿照国际货币基金组织创建亚洲货币基金组织。亚洲各国按照一定的比例交纳股本，并享有投票权。此组织是亚洲国家协商统一货币政策的场所。它的职责应包括以下基本内容：

（1）建立亚洲统一金融监管信息系统，尤其着重监管跨国资本流动和经常项目的资本利润、利息汇出。

（2）建立各国财政货币政策协商会议，并制定预案分析和危机处理制度。

（3）建立亚洲国家资本流动约束机制，增强彼此互信。建立资本流动约束机制，就是本国政府应尽义务，尽力使本国资本不对对方货币市场发起攻击。

（4）一旦某国因为巨量的境外投机资金进出而受到强烈的金融攻击，其汇率可以自由浮动。但亚洲货币基金组织应提供低息援助，帮助其尽快稳定经济。亚洲货币基金组织并应启动应急机制，协调各国配合被狙击国行动。

（5）如果某国变动汇率的行为严重损害亚洲多数国家的利益，并且违反亚洲货币基金组织的集体决定，经过亚洲货币基金组织多数投票权同意，可以拒绝给予资金援助和行动援助。

（6）建立经济模拟实验室，为抵御金融攻击提供技术支持。

一句话，在这个货币体系下，并没有关于固定汇率制度或者单一货币制度的明文规定，而仅仅是反金融狙击的协调行动机制。在这样的体系下，平时亚洲各国之间可以保持比较稳定的汇率，实行事实上的固定汇率制度。但在真正遭受亚洲以外的金融狙击时，任何被狙击国都可以随时脱离固定汇率体系以隔离风险，但并不脱离亚洲货币基金组织的支持。因此，可以集中整个亚洲力量来对抗被隔离的风险，也可有效避免出现像欧洲金融危机那样的因为个别国家而牺牲整个欧洲的局面。

此战略类似打仗时的阵法，让敌人一打就散，散而不乱，形放实收，最终聚而歼敌。

如果说西方的固定汇率制或者单一货币制是古罗马的步兵方阵，则亚洲货币体系就是东方的骑兵阵。

这样的货币体系充分保障了亚洲各国根据自己的经济情况调整财政货币政策的自由。在各国经济交融的情况下，各国自然会产生一个汇率固定的锚。这个锚，就是核心国家的货币。在经济交融时，如果有弱国擅自贬值自己的货币，则可能出现货币替代，即它国强势货币替代本国货币在国内流通；如果弱国擅自升值自己的货币，则可能出现出口降低，产业萎缩。

所以，虽然亚洲货币基金组织没有明确规定固定汇率制，但各国经济交融的程度决定了固定汇率制的实际存在，以降低国家间的交易成本。

此核心国家的货币之所以能成为锚，是以国家的经济力量和正确的货币财政政策为基础的。在小问题上，应当考虑亚洲利益；在大问题上，必须把国内利益置于亚洲利益之上。它对亚洲其他国家的影响，首先是通过经济交融来完成实质控制，其次是通过小稳大变策略来获得信誉，最后，它在国际炒家对亚洲任何国家发起金融狙击时，能有效组织反击行动，捍卫亚洲国家的金融安全。如果中国能够做到以上三点，以人民币为锚的亚洲货币体系就

能够建立。

反之，如果仅仅注重亚洲货币体系的书面形式，则非但难以通过马拉松似的谈判达成协定，即使达成协定也是一张废纸，如果没有成为废纸，则反而是为亚洲带来了灾难。

第4章　被打入冷宫的黄金

现在，我们再回过头来谈黄金。

曾经同为金属货币，铜、铁、白银已经失去货币功能。能够在今天苟延残喘的就只剩下黄金了。每次大的金融危机时，黄金都被重新提出来作为追捧对象。而当危机消失后，黄金又退出视野，仿佛它从来不存在过。

由于本书前面谈到的足值金属货币的弱点，恢复金本位已经是不可能的事情，黄金的储备也使得储备国失去了获得利息的机会。因此，黄金只能作为保值的东西而存在。但是作为没有完全褪色的老虎，忽略它的存在价值也是草率的。

当代黄金所扮演的角色虽已有所改变，但是各国仍然储备了约 3.1 万吨的黄金财富，以备不测之需；还有 2 万多吨黄金是私人拥有的投资财富。所以有人认为现在人类数千年生产的约 14 万吨黄金中有 4 成左右作为金融资产，存在于金融领域，6 成左右是一般性商品，主要的功能是用于消费。

对于黄金，必须从世界范围内的黄金生产和供给、黄金持有及黄金需求方面来分析。人们对黄金的需求包括两方面：一个是当前的保值和使用需求，一个是特别情况下作为货币的需求。李嘉图当时就是通过黄金生产技术人员的建议，通过对黄金生产的分析影响英国采取了金本位。黄金生产速度的过快或者过慢，都必然不利于其恢复货币地位。所以，如果黄金供给越来越少、越来越昂贵，则金本位不可能恢复；如果黄金供给越来越多、越来越便宜，金本位也不可能恢复。

世界要想回到金本位，除非发生第三次世界大战。所以，黄金更多的是作为战备而存在的。

第5章 三国鼎立

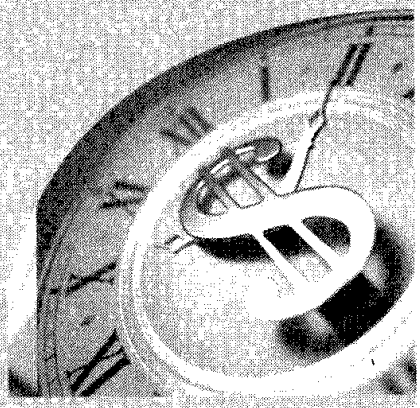
美元体系、欧元体系和亚洲货币体系，将形成世界三大货币体系鼎立的局面。论经济军事综合实力，美国最强，欧洲次之，中国最差。论货币体系的成熟性，美国最强，中国次之，欧洲最差。论货币理论的科学性，中国将有可能最强，美国次之，欧洲最差。因此，应当采取联合欧洲、对抗美国的策略。

由于意识形态的原因，中国和欧洲永远也不可能结盟，但这并不妨碍在许诺帮助其成为世界货币时，欧洲会乐享其成。

美元体系被合力摧毁后再动摇欧洲货币体系，应该不是什么难题。

值得特别注意的是，虽然我们这里使用了"摧毁"一词，但仅仅使用金融战争，是不可能将美元一次摧毁的，最多是削弱它。当前那些鼓吹美元即将崩溃，或者美国经济即将崩溃的论点，需要我们加倍警戒。与其说这些论点是鼓吹打倒美国霸权，倒不如说这些论点在为美元贬值鸣锣开道。一旦人们真的相信这些论点，由于相信美元将一直贬值而低价抛出，或者毫无防范地将本国货币升值，就将重蹈历次金融战争的覆辙。如果那样，在金融危机过后，人们将看到一个千疮百孔的世界，和重新坚挺的美元。忘记历史，就是背叛。

第九部分



用谁的教科书

导读：

西方经济学从其诞生那天起，就是不折不扣的家计理论，其研究对象是家庭管理而不是国家管理。西方微观经济学，研究的是个体短期的微观经济；西方宏观经济学，研究的是个体长期的微观经济。大量的历史事实证明，西方国家如今的繁荣和发展，绝非是什么书本上的经济理论实践的结果，相反，正是不拘泥于西方经济学的结果。

在历次废除和建立金本位的时候，若将英国、美国换成今天的中国，中国有这个勇气冲破既有理论，毅然采取英美那样惊世骇俗、离经叛道的措施吗？世界上没有不可突破的经济理论，如果我们不能冲破西方经济学理论的桎梏，那我们最后的归宿，就必然受制于人甚至沦为别人的附庸。

第1章　西方经济学在说什么

西方经济学作为一门学科，在当今世界，尤其是中国，得到了巨大的推崇，这其中必然有它的道理。它对于非经济学专业人士的吸引力，主要来自四个：西方国家的物质富庶；诺贝尔经济学奖的光环；西方经济学所使用的复杂数学形式；中国自身的落后。

作为一门真正的科学，不应该有东方西方之分，正如物理学、化学不曾有西方物理学、西方化学一样，经济学也不应有东西方之分。那么，西方经济学的主要内容究竟是什么？它能否超越西方环境，成为大众适用的学说呢？

我们必须首先知道西方经济学在说什么。

第1节　经济诸理论的渊源

对诸经济理论的把握，无过于把握其名字渊源及发展。

我们今天所称的西方经济学，英文名字为 economics，来自英文 economy，econ，在希腊语中为家庭的意思，nomy 在希腊语中为管理的意思，合起为“家庭管理”，是为家计学。其在中国人所谓的“政治经济学”时代，开始偏向宏观分析，但离国家管理还远。马歇尔将政治经济学的宏观内容去掉，恢复为家庭管理内容，同时还不忘了把名字恢复为 economy，做到了名实合一，使得当代西方经济理论回归到家计学。

西方微观经济学，英语为 microeconomics，本意就是微观的家计学。西方宏观经济学，英语为 macroeconomics，本意就是宏观的家计学。而事实上，microeconomics 的内容，就是研究短期局部的微观家计理论；macroeconomics 的内容研究的正是长期的微观家计理论，例如宏观中所谓的跨期优化模型，正是不折不扣的个体优化模型。西方宏观经济学究竟在讲什么，其实很简单，去看看

其英文名字本来意义就行了。

Political economy，这个词由政治经济学时代的孟克列钦提出。polit 在希腊语中为“城邦”的意思，因此本意是“城邦经济学”，或者说更准确为“城计学”，这也正好吻合了当时欧洲的城邦经济。城邦经济学逐渐脱离家计学范畴，开始关心物流和资金流，转向宏观分析，但离国计学还差得远。欧洲城邦相当于中国古代的乡、至多是诸侯国而已，远远不及中国天子统治的范围广。管仲说“为家者不能为乡，为乡者不能为国，为国者不能为天下，”自有其道理。不过孟克列钦古语功底不是很好，城邦经济学原应写为“politiconomy”，否则，political economy 就成了“城邦家庭经济学”了，既矛盾又累赘。本来西方经济理论在城邦经济学时代，有希望加把劲进入国计学时代，谁知出了个马歇尔，非要用数学来诠释城邦经济学。马歇尔等经济学者的数学基础不是很好，对于城邦经济学中的宏观部分内容束手无策，只好把微观部分数学化之，但他知道自己数学化的不是城邦经济学，因此把名字也改回来，还是 economy，还是家计学，西方经济学自此回归到家计学。这就是新古典经济学。目前经济学中令人眼花缭乱的数学公式，无论宏观还是微观，其所推演的物理含义，都局限在家计学范畴。

Plutonomy，这个词，也被翻译成“政治经济学”。pluto 在希腊语中是财富、富人的意思。从这个看，plutonomy 应翻译为“财富管理”，但此词的最初意思不是取“财富”之意，而是取的“富人”之意，因此 plutonomy 应翻译为“富人经济学”。花旗集团分析师阿杰·卡普尔（Ajay Kapur）与尼亚尔麦克里奥德（Niall Macleod）创造了“plutonomy”一词，以此来描述由精英购买力所主导的经济。他们认为大多数美国人都相当节俭，而最富有的那群人花得却比他们挣得还多，因此是富有阶层拉动了经济消费，成为经济增长的发动机。

Nationomy，这个词在中国翻译成“国计学”。“nation”，为“国家”，而且是中国封建王朝意义上的国家，不是地方的邦和乡。“nomy”，为“管理”，合起来就是“国计学”。其内容也就是研究国家经济管理的学问。

从名字的演变，我们对经济理论诸学说有了大致的认识。下面我们对西方经济学的主要理论进行介绍。

第2节　西方经济学：鲁滨逊的漂流

要理解西方经济学主要理论，我们又得从最简单的故事讲起。这就是西方经济学最重要的前提：鲁滨逊孤岛经济。

鲁滨逊在去非洲的航行中，不幸遇上大风暴，全船人员都葬身鱼腹，只有他幸免于难，漂流到一个荒无人烟的小岛上。

鲁滨逊在岛上找到了10多粒粮食种子，他欣喜地把这些种子种在土里，来年收获了100粒粮食。他非常高兴，留下1/3粮食给自己吃，剩下的粮食继续作为种子种下去。假定粮食产量是种子的10倍，则第二年他将收获$100 \times 2/3 \times 10 = 666$粒粮食。按照这样的比例，他的年产量将以6.66倍递增，每年的消费数量也将以6.66倍递增。

鲁滨逊每年消费产量的1/3，留下产量的2/3没有消费。这留下的部分，叫做储蓄。

鲁滨逊留下产量的2/3，可能用于播种，也可能开始用来喂养家禽，也可能根本就是堆在那里，作为存粮放起来，不管他做什么用途，都是用来作未来消费。这就是为未来消费而作准备的投资。

很显然，储蓄恒等于投资。西方经济学中，储蓄和投资，一般都指的是实物储蓄和实物投资。根据物质守恒定律，两者自然恒等。

但是，鲁滨逊只留1/3的产量给自己消费，可能并不够吃，需要多消费一点，也可能他只需要留1/4产量就够了。因此鲁滨逊需要权衡消费和储蓄的比例，其权衡原则是今天消费与未来产出可供消费之贴现和最大。西方经济学著名的复杂的跨期动态优化模型，主要就是解决这个比例问题。

如果粮食的产量与种子的比例并不是固定的，而是在不断变化，则这种最优比例的计算就更复杂了，它使跨期动态优化模型要多复杂有多复杂。

不过，无论鲁滨逊的效用函数也好，还是粮食的产量与种子的比例(即生产函数)之变化也好，在西方经济学中都是预先假设好了数学式子，然后进行动态优化计算的。如果不事先把这些数学式子假设好，则根本无从计算。

总之，目前为止，已经动用了西方经济学最复杂的数学工具，来计算鲁滨逊究竟应该消费多少，储蓄多少。这就是大名鼎鼎的经济增长理论。罗伯特·索洛因此获得1987年诺贝尔经济学奖，菲尔普斯也因此获得2006年诺贝尔经济学奖。

现在，我们引入货币因素。

鲁滨逊每天在树叶上记载自己的产量，这个树叶就是货币，它表示鲁滨逊生产的价值。

有一天，鲁滨逊决定在树叶上多写一些产量，本来只生产了100公斤粮食，但他大笔一挥写了1000公斤。他越看树叶越喜爱，竟然最后以为这是真的。受此激励，他比以前勤快多了，一天只睡两个小时就下地干活，这样，产量迅速提高，鲁滨逊经济增长很快，这就是西方经济学经常所说的“货币幻觉”。但很不幸的是，有一天鲁滨逊忽然从睡梦中惊醒，发现树叶上写的都是假的，他其实并没有那么多产量，于是心情变得非常沮丧，从此灰心丧气，从早晨睡到晚上，产量也恢复到以前的状态。西方经济学认为，因此货币在长期内对经济是中性的，提高的只是名义价值，不能对经济产生实际影响，因为人们长期来说是理性的。

这个说法很牵强，不过它却在西方经济学术圈内很流行，这就是理性预期学派。卢卡斯因此获得1995年诺贝尔经济学奖。基德兰德和普雷斯科特在经济增长模型上将投资假设为以往很多期投资所决定，然后进行回归分析，依旧认定经济波动是由实物经济如技术等波动导致，与货币无关，此即真实经济周期理论，于2004年获得诺贝尔经济学奖。

无论如何，如果只有鲁滨逊一个人的话，树叶对于他来说就仅仅起着精神麻醉作用，树叶上写再多的财富，都不过是梦呓。

要理解货币的作用，必须要进入一个可以交换的世界。

卢卡斯将鲁滨逊孤岛进行扩充，他假设大海上有很多这样的孤岛，每个孤岛上都居住一个像鲁滨逊这样的人，各个孤岛上的鲁滨逊们可以相互交换购买产品，这就是卢卡斯岛。在必要的情况下，可以假定有一个政府凌驾于各个岛屿之上。

由于各个岛屿上各个鲁滨逊都是同质的，所以只要分析其中一个孤岛就可

以得到所有卢卡斯岛的性质了。

鲁滨逊们使用货币购买产品，比实物交换产品往往更具有便利性。因此货币对他们来说是具有效用的。这样货币就和实物产品完全一样了，任何一个鲁滨逊均可以按照鲁滨逊孤岛模型，将货币视作实物产品一样来计算总效用贴现最大化，从而得到货币对卢卡斯岛屿经济的影响。

有读者会问，如果货币具有正效用，且货币的发行是零成本的，那显然货币越多，鲁滨逊的效用越高，还需要计算吗？这个问题问得好。西方经济学假定货币增长速度由政府外生控制，鲁滨逊作为经济个体，只能调整自己的实物产品和货币持有比例。当货币持有增多，实物投资就减少，生产能力减少；当实物投资增多，货币持有就减少，货币效用获得减少。因此单个鲁滨逊不得不适当调整货币与实物的比例，以及消费与储蓄比例，来达到自己效用的最大化。

政府外生控制，在卢卡斯岛屿的赋税征收上也很重要。政府对各个岛屿征收赋税，即使又把赋税转移支付给各个岛屿，也与政府不征收赋税的经济后果不同——除非政府保证对任何岛屿征收的赋税，恰好等于返还给这个岛屿的转移支付。道理很简单：如果各个岛屿都能按照既定份额获得总赋税转移支付，则各个岛屿将尽力逃避赋税，并判断大家共同行为下收入预算会如何改变，由此改变经济行为。

因此，货币效用理论中，左右货币对经济影响的是政府外生行为与鲁滨逊生产函数、效用函数相互作用的结果。不同的外生行为、生产函数、效用函数，将得到货币的不同影响：既可以推出货币中性结论，也可以推出货币非中性结论。这是一个完全微观的经济分析，也纯粹是一个数学游戏。

如果我们不考虑政府外生控制，鲁滨逊们可以统一意志和行动，来调控货币总量，则货币效用理论必定退化为单个鲁滨逊经济模型，货币除了产生幻觉以外，不能对经济起任何作用。

西方经济理论开始意识到，在宏观经济层面上，货币的作用在于作为交易的媒介用来预付和购买产品，使得生产出来的资本品和消费品有足够的货币购买力，经济才不会出现危机。货币效用理论显然解决不了这个宏观经济问题。于是西方经济理论提出货币先行模型。

在货币先行模型的卢卡斯岛屿中，鲁滨逊们结婚了。在每个岛屿上，有许多同样的家庭（含丈夫和妻子），每个岛屿上生产的产品除了颜色，其他是同一的。在第 i 个岛上的家庭仅仅喜欢第 i+1 个岛上的产品（第 N 个岛上的家庭喜欢第 1 个岛上的产品）。丈夫呆在家里销售产品，妻子旅行到下一个岛购买产品。换句话说，不允许用卖产品获得的货币收入同时用来购买产品。因此一个最重要的假设，是丈夫不能把销售获得的货币收入直接转账给妻子，由此使得每个家庭必须每期持有足够数量的货币——因为当期的销售货币收入不能用来购买产品，这也导致货币的获得和货币的使用，相隔整整一个产品生产周期。这样，货币因素就进入模型了，可以推出货币非中性的结论。

显然，如果我们假设丈夫可以把货币瞬时转账给妻子，则这个卢卡斯岛屿模型就崩溃了。此时整个卢卡斯岛屿之间，完全就是实物交易。因为在瞬时流动的货币市场上，任意少的货币都可以满足交易。

西方经济学对货币作用的解释还有其他一些，如货币搜寻模型。货币搜寻模型不过是在微观交易中增加信息成本，来分析货币对经济的影响。一旦假定信息完全且货币瞬时流动，则此模型就无立足之地。

总之，西方经济学对货币的研究，都必须在信息缺乏、货币市场迟滞、人们心理判断失误等假设下进行，本质上是微观研究。它无法研究货币经济与实物经济在宏观经济体系下的流动与配合。

卢卡斯岛屿本身构成了一个小社会。鲁滨逊们每期生产产品并相互交换产品，产品生产构成供给曲线，产品购买构成需求曲线。如果只生产和购买一种产品，则就是最简单的供给曲线与需求曲线，两条曲线的相交点就是供需平衡点。如果把供给作为储蓄 + 消费，需求作为投资 + 消费，则两者必定是恒等的。不过，既然是恒等关系，那就是说无论经济波动与否，此恒等关系均成立——因为无论供需如何失衡，供需曲线总是有相交点。问题在于，在交点处的利润为多少，如果交点处利润低，则供大于求；如果交点处利润高，则求大于供。

凯恩斯因此认为储蓄恒等于投资，利润才是衡量有效需求是否充足，经济是否均衡的指标。在利润低迷时，凯恩斯认为有效需求不足，需要政府降低利率以降低资本成本，刺激经济；反之应提高利率抑制经济，这就是货币政策。

凯恩斯时代还是金本位，黄金数量不能信用张缩，因此凯恩斯往往在货币数量不变的假定下分析经济。这种货币数量约束下的经济分析，为货币外生理论，也是货币数量论。但在信用货币体系下，由于有央行作为最后贷款人，在任何利率，可供给的货币数量都是无穷无尽的。经济体中的货币量，取决于经济体能负担多少当前利率的货币。因此是利率和经济运行决定货币总量，而不是货币总量对经济形成影响。这就是货币内生理论。它后来成为后凯恩斯主义主义货币经济学的核心及其宏观经济理论的基石。事实上，货币内生理论是马克思在《资本论》第3卷提出的。但货币内生理论忽略了存贷款利率的不同、存款扩张不需要抵押和贷款扩张需要抵押的不同，忽略了自有资金扩张与贷款扩张的差别，从而走向了另一个荒谬。希克斯将凯恩斯的思想总结成数学式子，获得了1972年诺贝尔经济学奖，这就是今天西方经济学中的IS-LM模型。

凯恩斯认为经济萧条时，大量资本和劳动力均处于失业状态，因此只要提高投资需求，社会就会生产出包含投资和消费的总供给，从而使国民经济以投资乘数比例加倍扩张；反之也会让国民经济以投资乘数加倍收缩。

当经济未充分就业，但货币总量缺乏时，货币政策比财政政策有效。

当经济未充分就业，但货币总量过多时，财政政策比货币政策有效。

当经济充分就业时，无论货币政策还是财政政策都失去意义。

在宏观经济短期供需分析上，后来的西方经济学诸多学派都没有冲破凯恩斯框架。各种学派无非是在市场哪些因素是否完备，各曲线陡与不陡上争论不休，但就是这些争论，也成为西方经济学上标志性的进展。

要特别指出的是，凯恩斯的供需分析是总量分析，带着家计学的烙印，仍然没有研究实物经济和货币经济的结构性配合。他《通论》中就说："本书则反是：着重在研究何种决定力量使得总产量与总就业量改变；至于货币的技术细节，虽然货币在经济结构中占有重要而特殊的地位，本书却略而不论。"❶

凯恩斯时代，仍然是政治经济学有着深刻影响的时代。因此凯恩斯关注了供需平衡、利润与经济均衡之间的关系。但是，当今的西方经济学已经把利润

❶ [英]凯恩斯：《就业利息和货币通论》，高鸿业译，商务印书馆，1996年版，第2页。

实现忽略了，他们把供需平衡作为经济均衡的指标。这就是说，当供需曲线相交时，今天的西方经济学就认为经济均衡了。

当卢卡斯岛屿上生产多种产品来交换时，就是多维供给曲线和多维需求曲线。多维供需曲线的相交，就是西方经济学上大名鼎鼎的瓦尔拉斯一般均衡。阿罗和德布鲁证明了这个均衡有解，由此他们分别获得1972年和1983年诺贝尔经济学奖，所以后来叫做阿罗－德布鲁一般均衡。

多维供需曲线的分析，在数学上是一个麻烦事，对经济各个主体也要进行分析，有产品的生产、交换、消费及再生产，很容易给出一般均衡就是经济均衡分析的错觉。事实上，它就是计算供需曲线相交点而已。无论经济过冷过热，这个交点都是存在的。

这样，一般均衡理论，其适用范围就极为狭窄。作为实物交换经济的部分研究，不可能在货币分析上超越前面的货币效用模型、货币先行模型或者货币搜寻模型等。

列昂惕夫将一般均衡理论用于实物经济的投入产出分析，获得1973年诺贝尔经济学奖。

萨缪尔森首先总结了西方经济学内容，增强了数理分析并编撰成书，获得1970年诺贝尔经济学奖。他说："只要这个国家的教科书是由我写的，就让其他人去拟定法律条文吧！"

以上这个故事，就基本上把西方宏观经济学的主要内容和原理阐述完毕，其余部分理论，都以此为核心。西方经济学中的鲁滨逊就这样漂流着。一直到今天，在宏观经济领域，仍然跳不出孤岛经济，跳不出家计学的视野。

仅仅停留在单个生产过程分析，而没有分析并行的串联生产过程，就必定无法真正分析宏观经济的实物流和货币流。这正是西方宏观经济学的软肋。并行生产，才能保证任何时候的货币收入可以购买任意种类的产品。并行而串联，才能保证货币瞬时流动下，产品购买与最终产品的价值实现之间有多期时差，从而展现宏观经济在时间和空间、实物流与货币流上的内在联系。

西方经济学微观金融的内容，在书中已经详细说明，这里就不多说了。

弄清楚西方经济学究竟在说什么之后，它的适用范围就不证自明了。

第2章 西方特色与中国特色：西方经济学是否全盘通吃

有人要问，既然西方经济学研究范围有这么大的局限性，为什么西方国家还那么发达呢？

其实，西方国家是分权制衡的国家，任何政策的采取，都是政治和经济力量角逐妥协的结果，象牙塔里的极端理论不可能在这样的国家被采纳。以美国而论，民主党执政注重社会福利，共和党执政注重资本利益，民主党一旦过分注重社会福利导致经济失衡，共和党就会上台纠正；共和党一旦过分注重资本利益导致经济失衡，民主党就会上台纠正。从而是宏观经济体制自动维护在经济均衡区域内。只有高度集权的国家才可能因为少数精英的偏好和考虑不周而采纳偏激政策。所以极端的经济学者如弗里得曼说：真正采取西方经济学理论的是发展中国家。

西方宏观经济学的微观分析，总体来说是适应西方体制的。因为其宏观体制已经因为有多方力量监督而比较健全，只需要使用西方宏观经济学来微调就可以了。宏观规划、微观自由，乃是市场经济的本质特征。

美国等国家在宏观规划上的力量是令人敬畏的。

以其民航空中交通管理系统来说，其主要研发公司 MITRE 公司就是有着国家安全和军方背景的公司。其负责美国国家安全相关系统，如战争指挥系统、应急指挥系统、航空安全系统、经济安全系统等的研发。这使得 MITRE 公司能在各种安全系统之间互通有无，并有可能将国家安全整合起来，实现无缝联结。

MITRE 公司是为美国国家利益服务的非赢利公司，资金来源于国会拨款。MITRE 公司运行三个联邦基金研发中心：美国国防部联邦基金研发中心、FAA 联邦基金研发中心、美国国内税务署联邦基金研发中心。此外，作为公司技术

平台，还有一个研发与科技创新中心。为了保证最高程度的中立性，联邦基金研发中心是行为受到严格限制的独立组织。这种独特地位，使得联邦基金研发中心被特别允许接触政府机密和长期规划。联邦基金研发中心经常通过合作研发、技术许可、公开源代码、制定产业标准等方式将自己的成果向公众转移。

这些内容并不见诸于西方宏观经济学教材，它是美国各方力量共同作用的结果。

而中国缺乏这样的国情。中国还没有有效的宏观体制，宏观经济学不仅要用于微调，还要用以指导宏观体制的建立。将微调的理论用来建立体制大厦，必然错误百出。能指导中国正常发展的，必须是更为宏观的新经济理论。

第3章 汉家本有国计：中国的“文艺复兴”

中国在战国末期就开始进入封建社会，用美国汉学家 Herrlee G.Greel 的话说，“二千多年以前的中国已有 20 世纪超级国家的形态”，与其拥有的超级国计理论密不可分。从本书前面介绍可以知道，中国古典国计理论的重点，用于国家管理上，是对一国资源的调配和控制，从而保证统一的国家能够稳定发展，而不至于出现大的经济动荡。其覆盖了经济平衡理论，通货膨胀和通货紧缩交替的原理阐述及控制办法，积极财政政策，公开市场业务的前身常平法、市易法，社会保障制度，财政转移支付制度，赋税原则和赋税制度，国际贸易理论，纸币发行制度，实物财富与货币财富之联系和区别，政府与市场之关系定位等。累计有经济平衡运行理论领域、金融理论领域、国际贸易领域、赋税领域，具有极强的系统性。其措施和原理的阐述，并不亚于当代国家的经济调控手段和经济理论，具有切实可行的特点。

而西方经济学，就是以家庭管理为特征，重点不是在治国，而是治家，或者是把国家当作家来治理。这样的理论，很难维护一个统一的大国之存在。历史上西方统一的大帝国，主要都是靠武力强制完成，一旦武力征服者过世，国家便四分五裂，很少有像中国历史上动则数百年的稳定社会。可以看出，西方经济学，也是与其封建割据、彼此独立的小庄园经济相适应的。

进入 20 世纪之后，集权与分权相互融合。在政治上，分权理论逐渐引入集权国家；而在经济上，经济全球化的趋势，必将呼唤关于国家治理的经济理论发挥更大作用。

如果说，我国封建社会时期的超级帝国形态与中国古典国计理论相互彼此造就，则西方封建国家形态则是与西方经济学相互彼此造就。而在不远的将来，适合现代国家形态的，融合中国古典国计理论、西方经济学理论，乃至古

典政治经济学、马克思经济理论的经济学说，也应当顺应时代而产生。

在这个过程中，发挥中国人的聪明智慧，不唯洋，不唯书，让中国在经济上安然度过未来的重重劫难，屹立于民族之林，是时代赋予我们的责任。

后记

很多人对科普类读物有一种误解，认为其粗陋浅薄，不登大雅之堂。这是不了解学术为天下公器的性质所致。在中世纪的欧洲，学术被把持在教会手中，即使璀璨如古希腊文化和古罗马文化，也没有给欧洲带来丝毫的光明。文艺复兴提倡的以人为本，方使得科学之光普照每个生灵，才有了高速发展的现代文明。

科普类读物的写作，要求著作者下相当大的功夫。读者不知道背景，不知道前因，不知道后果，更难对书中的观点判断和纠正。读者的整体知识架构，全靠作者用直白的语言搭建，而每每在奥妙回环之处，作者必须要用简单的语言说个明白。确切地说，我写这部书，查阅的资料文献和进行的数学运算，一点也不逊于写那种满篇都是数学公式的书或者论文，这也是中国纺织出版社编辑向连英很早就约我写这本书，但却不得不一拖再拖的原因。我深信误导专业人士是因为专业人士的水平不够，但误导大众却是犯罪。

各种思潮的迭起，加上国内外经济形势所带来的紧迫感，或许是中国纺织出版社希望出版这样一部书的背景。也因此我无论多么繁忙，也不惜抽出大量时间，来完成这样一部书。

天道常变易，运数杳难寻。成败在人谋，一诺竭忠悃。

感谢中国纺织出版社向连英等同志，为本书的出版付出的辛勤劳动。

感谢黎金怀、刘兴祥、代杰等老师，是他们铸造了我独立思维的能力。

感谢我的博士生导师于祖尧老师，他所指导的我的博士毕业论文其内容已经成为了这本书的一部分。

感谢师兄邵长毅，对我的研究给予热情地支持，始终像兄长一样关心着我的每一点进步。

感谢我的母亲，为我承受了太多，是她给了我忠贞和坚韧的品格。

感谢我的妻子芳蕾，她给予我快乐，她给予我勇气。作为我生命的一部分，她给了我生活的意义，这本书也属于她。